

Instituto Politécnico de Setúbal



Escola Superior de Ciências Empresariais

**As Estruturas de Capitais das Empresas
Exportadoras para o Mercado
Extracomunitário**

Alexandra Sofia Pratas do Rosário

Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau

De

MESTRE EM CONTABILIDADE E FINANÇAS

Presidente: Professor Coordenador Principal Francisco Carreira

Vogal Arguente: Professor Adjunto Francisco Leote

Orientador: Professor Adjunto Nuno Teixeira

Setúbal, 2019

Dedicatória

Dedico este trabalho inteiramente aos meus pais,
por me apoiarem nesta, como em todas as etapas da minha vida.

Agradecimentos

Gostaria de agradecer a todos aqueles que direta ou indiretamente contribuíram para a realização deste trabalho, principalmente:

- Ao meu orientador, Professor Nuno Miguel Delicado Teixeira, pela ajuda, disponibilidade e apoio dado ao longo da elaboração da dissertação;
- Ao Instituto Politécnico de Setúbal, por todos os conhecimentos adquiridos ao longo do meu percurso académico;
- Aos meus pais, namorado e amigos, pelo incentivo e interesse, que sempre demonstraram, no decorrer de toda esta aventura.

Índice Geral

Resumo	xi
Abstract	xii
1. Introdução.....	13
2. Revisão de Literatura	15
2.1. Conceito da Estrutura de Capital.....	15
2.2. Evolução do Estudo da Estrutura de Capital.....	16
2.3. Teoria Clássica	17
2.4. Teoria de Modigliani & Miller	18
2.5. Teoria <i>Trade-off</i>	23
2.6. Teoria dos Custos de Agência	24
2.7. Teoria da Assimetria de Informação.....	26
2.8. Teoria da Sinalização	27
2.9. Teoria Pecking Order	28
2.10. Teoria baseada no Posicionamento Estratégico	29
2.11. Teoria do Market Timing.....	31
3. Teorias sobre a Maturidade da Dívida	32
4. Estudo Empírico.....	35
4.1. A Internacionalização das Empresas	35
4.2. Objetivos do Estudo	40
4.3. Hipóteses de Investigação e Variáveis a Utilizar.....	41
4.3.1. O Efeito de Alavanca Financeiro de Modigliani e Miller (EAF)	42
4.3.2. Teoria <i>Trade-off</i> e o Efeito Fiscal.....	42
4.3.3. Teoria <i>Trade-off</i> e os Custos de Falência	44
4.3.4. Teoria dos Custos de Agência.....	47
4.3.5. Teoria da Assimetria da Informação (Teoria Pecking Order).....	48
4.3.6. Teoria do Posicionamento Estratégico.....	50

4.3.7. Variável Dependente Representativa do Nível de Endividamento	51
4.4. Metodologia a adotar.....	53
4.4.1. Amostra.....	53
4.4.2. Técnicas estatísticas	53
4.5. Análise e Discussão de Resultados	55
5. Conclusão.....	62
Bibliografia.....	66
ANEXOS	78

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Exportação de Bens por Local de Destino.	37
Tabela 2 - Exportações de Bens por Localização Geográfica.	38
Tabela 3 - Exportações de Bens por Local de Destino e Tipo de Bens.	39
Tabela 4 - Resumo das Hipótesese Variáveis Independentes.	52
Tabela 5 - Resultados dos Modelos de Regressão.	56
Tabela 6 - Resumo dos Resultados de Ambos os Estudos.	60

Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Evolução das Exportações.....	40
---	----

Índice de Figuras

Figura 1 - Proposição I de Modigliani & Miller - Exemplo 1.	19
Figura 2 - Proposição I de Modigliani & Miller - Exemplo 2.	20
Figura 3 - Proposição II de Modigliani & Miller - Exemplo.	21

Lista de Siglas e Abreviaturas

A – Ativo Líquido;

AI - Ativos Intangíveis;

AICEP - Associação Internacional das Comunicações de Expressão Portuguesa;

AL – Ativo líquido;

CF – Custo de Financiamento;

CP - Capital Próprio;

CRESC- Crescimento;

DIM – Dimensão;

EAF – Efeito de Alavanca Financeiro;

ECP – Endividamento de Curto Prazo;

EMLP – Endividamento de Médio e Longo Prazo;

ET – Endividamento Total;

PT - Passivo Total;

GC – Garantias Colaterais;

INE - Instituto Nacional de Estatística;

IRC - Imposto Sobre o Rendimento das Pessoas Coletivas;

Kd – Custo do capital alheio;

Ke – Custo do capital próprio;

Log – Logaritmo;

NUTS – Nomenclatura de Unidades Territoriais para Fins Estatísticos;

OBF - Outros Benefícios Fiscais que Não o de Endividamento;

P – Passivo;

PALOP - Países Africanos de Língua Oficial Portuguesa;

PIB - Produto Interno Bruto;

PCP – Passivo de Curto Prazo;

PME - Pequenas e Médias Empresas;

PMLP – Passivo de Médio e Longo Prazo;

RAI - Resultados Antes de Impostos;

REND – Rendibilidade;

RCP - Rendibilidade Esperada do Capital Próprio;

REP – Reputação;

RIEP - Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas;

RL - Resultado Líquido;

RN - Risco do Negócio;

RO - Resultados Operacionais;

ROI – *Return on Investment* (Retorno sobre o Investimento);

SA - Setor de Atividade;

SABI - Sistema de Análise de Balanços Ibéricos;

t - Taxa de imposto;

TEI - Taxa Efetiva do Imposto;

V_I : Valor da empresa endividada;

VN - Volume de negócios;

V_u : Valor da empresa não endividada;

WACC - *Weighted Average Cost Of Capital* (Custo Médio Ponderado do Capital).

Resumo

Esta dissertação visa identificar os fatores que influenciam a estrutura de capital das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário, e verificar se existem diferenças substanciais relativamente aos determinantes da estrutura de capital das empresas exportadoras para o mercado comunitário, tendo por referência o estudo realizado por Franco (2017).

Para o efeito, utilizou-se uma amostra constituída pelas 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário. Os dados das mesmas, dizem respeito ao exercício mais recente com informação disponível (2018) e as variáveis independentes utilizadas para identificar os determinantes do passivo total, do passivo de médio e longo prazo e do passivo de curto prazo, foram as seguintes: o efeito de alavanca financeiro, a taxa efetiva de imposto, os outros benefícios fiscais, o custo de financiamento, o risco do negócio, a dimensão, as garantias colaterais, a reputação, os ativos intangíveis, a rentabilidade, o crescimento e o setor de atividade.

Em termos de resultados obtidos, é possível concluir que das variáveis independentes utilizadas, aquelas que mais influenciam a estrutura de capital das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário são a taxa efetiva de imposto, os custos financeiros, o risco de negócio, a dimensão, as garantias colaterais, os ativos intangíveis e a rentabilidade.

No que diz respeito à comparação entre os resultados do atual estudo e do realizado por Franco (2017), relativo às empresas exportadoras para o mercado comunitário, constata-se que existem algumas diferenças nos determinantes das estruturas de capitais. Nas empresas que atuam fora da União Europeia, destacam-se algumas variáveis como o risco do negócio, a dimensão e os ativos intangíveis que não eram relevantes para explicar as estruturas de capitais das empresas exportadoras para o mercado comunitário. Por outro lado, estas apresentavam a reputação e as características setoriais como variáveis relevantes, enquanto no atual trabalho de investigação, não são significativas em nenhum dos modelos estudados. Finalmente, verificou-se que a taxa efetiva de imposto era relevante para ambos os tipos de empresas, embora com relações inversas face ao nível de endividamento (relação positiva nas empresas a atuar fora da União Europeia e negativa nas empresas a atuar no mercado comunitário). Tais resultados, evidenciam determinantes diferentes das estruturas de capitais, consoante o mercado alvo de atuação das empresas nacionais.

Palavras-chave: Determinantes da estrutura de capitais, internacionalização, *trade-off*, seleção hierárquica, posicionamento estratégico.

Abstract

This dissertation aims to identify the factors that influence the capital structure of Portuguese exporting companies to the extra-Community market, and to verify if there are substantial differences regarding the determinants of the capital structure of exporting companies to the Community market, based on the study by Franco (2017).

For this purpose, a sample of the 250 largest Portuguese exporting companies to the non-Community market was used. These data refer to the most recent financial year with available information (2018) and the independent variables used to identify the determinants of total liabilities, medium and long term liabilities and short term liabilities were as follows: the effect financial leverage, effective tax rate, other tax benefits, financing cost, business risk, size, collateral, reputation, intangible assets, profitability, growth, and industry.

In terms of the results obtained, it can be concluded that of the independent variables used, those that most influence the capital structure of Portuguese exporting companies to the non-Community market are the effective tax rate, financial costs, business risk, collaterals, intangible assets and profitability.

With regard to the comparison between the results of the current study and that of Franco (2017) concerning exporting companies to the Community market, it appears that there are some differences in the determinants of capitals structure. For companies operating outside the European Union, some variables stand out, such as business risk, size and intangible assets that were not relevant to explain the capital structures of exporting companies to the Community market. On the other hand, they presented reputation and sector characteristics as relevant variables, whereas in the current research work, they are not significant in any of the models studied. Finally, it was found that the effective tax rate was relevant for both types of companies, although with inverse relations with regard to the level of indebtedness (positive ratio for companies operating outside the European Union and negative for companies operating in the Community market). These results show different determinants of capital structures, depending on the target market of Portuguese companies.

Keywords: Determinants of capital structure, internationalization, trade-off, hierarchical selection, strategic positioning.

1. Introdução

O tema da estrutura de capital (forma como as empresas combinam o capital próprio e o capital alheio) tem vindo a ser alvo de vários estudos e a base de várias teorias ao longo dos últimos anos.

Foi David Durant (1952) quem inicialmente despoletou a atenção para este tema, ao afirmar que seria possível criar uma estrutura ótima de capital capaz de maximizar o valor das empresas (Teoria Clássica).

Contudo, Modigliani e Miller (1958) vieram contrariar a Teoria Clássica, defendendo, através de pressupostos e de preposições, que a forma como as empresas conjugam o capital próprio e o capital alheio é irrelevante para a sua criação de valor.

Com base nas convicções de cada um dos autores das teorias mencionadas, foram então desenvolvidas outras teorias, que procuraram, não só colocar em causa as afirmações destes autores, como identificar outros fatores que influenciem a estrutura de capital. Entre essas teorias, destacam-se a Teoria de *Trade-Off*, dos Custos de Agência, da Assimetria de Informação, da Sinalização, *Pecking Order*, Posicionamento Estratégico e *Market Timing*.

Apesar dos vários estudos, nenhuma das teorias desenvolvidas conseguiu explicar de forma única todos os fatores que condicionam a estrutura de capital.

Tendo este aspeto em consideração, o presente trabalho centra-se nas empresas portuguesas que exportam para mercado extracomunitário, procurando identificar os fatores que influenciam a sua estrutura de capital. De notar que, as exportações já representam mais 40% do PIB nacional e que o mercado extracomunitário tem um peso de cerca de 30% do volume de negócios internacional. Como tal, considera-se relevante estudar os determinantes da estrutura de capital destas empresas que contribuem para o crescimento económico de Portugal.

Com este estudo, procura-se também complementar a dissertação desenvolvida por Franco (2017), onde se evidenciaram as condicionantes da estrutura financeira das empresas portuguesas que exportam para o mercado comunitário.

Relativamente à estrutura do trabalho, irá ser constituída pelas seguintes partes:

- Revisão da literatura, onde se pretende analisar de forma detalhada as teorias já existentes relativamente à estrutura de capital, tais como, a Teoria Clássica, as

Teorias de Modigliani e Miller, a Teoria *Trade-Off*, a Teoria dos Custos de Agência, a Teoria baseada na Assimetria de Informação, a Teoria de *Pecking Order*, a Teoria baseada no Posicionamento Estratégico e a Teoria do *Market Timing*. Nesta parte, serão ainda abordadas as teorias referentes à maturidade da dívida, mencionando alguns fatores que condicionam o acesso das empresas ao endividamento de curto ou médio e longo prazo.

- Estudo Empírico, que inclui a caracterização da internacionalização da economia portuguesa, apresentação em pormenor dos objetivos, da metodologia de investigação, hipóteses a validar, variáveis utilizadas, amostra a estudar e técnicas estatísticas. Por fim, será realizada a análise e discussão de resultados, assim como a sua comparação com os resultados obtidos na investigação de Franco (2017).

Finalmente, serão apresentadas as conclusões globais do trabalho.

2. Revisão de Literatura

2.1. Conceito da Estrutura de Capital

A estrutura de capital consiste na forma como a empresa combina o seu capital próprio e capital alheio, de modo a satisfazer as suas necessidades de negócio (Silva, 2012).

O capital próprio ou património líquido, representa os recursos dos sócios ou acionistas e integra, entre outros, o capital social, as reservas e os resultados transitados, enquanto que o capital alheio representa todo o financiamento que é assegurado por terceiros, como o recurso a factoring, empréstimos, leasings ou suprimentos.

As fontes de financiamento disponíveis, sejam estas internas ou externas, podem ser combinadas de múltiplas maneiras, e é a procura por uma estrutura ótima de capital que tem vindo a desencadear o estudo e o desenvolvimento de diversas teorias relacionadas com a estrutura de capitais. Segundo Durand (1952), estamos perante uma estrutura ótima de capital quando uma empresa apresenta uma minimização no custo total de financiamento e simultaneamente uma maximização no valor para o acionista/sócio. Estes aspetos são analisados através do *Weighted Average Cost Of Capital* (WACC), que corresponde ao custo médio do capital ponderado, e que se expressa na seguinte fórmula (Teixeira e Alves, 2003):

$$WACC = (CP/A) \times Ke + (P/A) \times Kd \times (1 - t) \quad (1)$$

Onde:

CP = Capital Próprio; A = Ativo Líquido; Ke = Custo do Capital Próprio; P = Passivo;

Kd = Custo do Capital Alheio; t = Taxa efetiva de imposto sobre o rendimento.

O WACC é a média ponderada do custo (após imposto) de cada uma das fontes de capitais utilizadas pela empresa, e é através deste que se determina o custo do capital. Este custo do capital está presente tanto no financiamento interno como no externo, e representa a taxa de retorno que uma empresa deve conseguir com os seus investimentos, de forma a manter o seu valor de mercado. No capital próprio, o custo de capital designa o retorno mínimo que os proprietários exigem como remuneração, enquanto que no capital alheio este consiste nos juros pagos pela empresa em empréstimos e financiamentos. Consequentemente, se na utilização das fontes de financiamento, os excedentes financeiros obtidos forem

superiores ao custo do capital, isso resulta num aumento do valor da empresa, e maior capacidade por parte da mesma em assegurar a rendibilidade dos capitais aplicados (Teixeira e Alves, 2003).

No que respeita ao tema da estrutura de capital, têm surgido ao longo dos anos diversos estudos e teorias, que procuram não só explicar a melhor forma de se alcançar uma estrutura ótima de capital, como também identificar os fatores que condicionam os proprietários nas escolhas pelas fontes de financiamento. Deste modo, com o intuito de explorar este tema, iremos expor nos pontos seguintes as diversas teorias que têm vindo a ser desenvolvidas sobre a estrutura de capital.

2.2. Evolução do Estudo da Estrutura de Capital

Como referido anteriormente, o tema da estrutura de capital tem vindo a ser alvo de diversos estudos, que têm como objetivo procurar a melhor forma das empresas alcançarem uma estrutura ótima de capital, assim como identificar os fatores que influenciam as tomadas de decisões dos proprietários quanto às suas políticas de financiamento.

A evolução do estudo da estrutura de capital teve início no Século XX e encontra-se dividida em três fases.

A primeira fase, que decorreu até meados da década de 50, ficou marcada pelo aparecimento da Teoria Clássica, desenvolvida por Durand (1952). No seu estudo, o autor desenvolveu a ideia de que as fontes de financiamento adotadas por uma empresa tinham influência no seu valor. Segundo este, quando a junção entre capitais próprios e capitais alheios permitia, em simultâneo, a minimização do custo total de financiamento e a maximização do valor para os acionistas/sócios, estaríamos perante uma estrutura ótima de capital capaz de maximizar o valor da empresa.

Porém, já numa segunda fase da evolução do estudo da estrutura de capital, designada como a “Fase da Incerteza dos Factos”, Modigliani e Miller (1958) vieram contrariar a Teoria Clássica, demonstrando através de exemplos que as fontes de financiamento escolhidas por parte das empresas, em nada afetavam a sua criação de valor. Esta contradição à Teoria Clássica veio provocar uma revolução ao redor do estudo das estruturas de capital, desencadeando ainda a criação de outras teorias, tais como: *Trade-off*, os Custos de Agência, da Assimetria de Informação, *Pecking Order*, Posicionamento Estratégico e *Market Timing* (Teixeira e Parreira, 2012).

Com o desenvolvimento destas novas teorias, juntamente com a continuação da incerteza instalada durante a segunda fase, dá-se o início da terceira fase, denominada então como a “Fase Comportamental”.

Após uma breve descrição da evolução do estudo da estrutura de capital, segue-se então uma caracterização mais pormenorizada das várias teorias desenvolvidas.

2.3. Teoria Clássica

A Teoria Clássica ou Teoria Tradicional como também é conhecida, foi a primeira teoria a tratar o tema da estrutura de capitais. Segundo o autor, Durand (1952), quando a combinação entre o capital próprio e capital alheio permite, em simultâneo, a minimização do custo total de financiamento e a maximização do valor para os acionistas/sócios, estamos perante uma estrutura ótima de capitais capaz de maximizar o valor da empresa.

De acordo com os defensores desta teoria, a empresa deverá endividar-se enquanto a rendibilidade da unidade marginal do investimento total for superior ao custo marginal do capital alheio necessário para a financiar, pois tal aumentará a rendibilidade do capital próprio, levando assim ao alcance da estrutura ótima de capital, através do efeito de alavanca financeira. Por outro lado, à medida que o registo de capital alheio aumenta, o custo com o capital próprio também tende a aumentar, como forma de compensar os proprietários pelo aumento do risco de falência que provém do endividamento (Brealey e Myers, 1992).

De acordo com Neves (2012), o aumento do custo com o capital próprio surge como forma dos investidores se protegerem contra o aumento do risco de falência, uma vez que estes acabam por exigir um retorno proporcional ao nível de risco que os seus investimentos acarretam.

Desta forma, pode-se concluir que existe um limite até ao qual cada unidade de ativo pode ser financiada, e cujo nível de rendibilidade não depende das fontes de financiamento utilizadas. No entanto, se os excedentes financeiros obtidos não forem suficientes para cobrir o custo do capital, o custo médio ponderado do capital aumenta (devido ao maior risco) e a empresa tenderá a perder valor (Miranda, 2011).

2.4. Teoria de Modigliani & Miller

Em 1958, através da publicação do artigo “*The Cost of Capital, Corporate Finance and Theory of Investment*” no *The American Economic Review*, Modigliani e Miller vieram contrariar a Teoria Clássica desenvolvida por Durand (1952), sugerindo que a estrutura de capital seria irrelevante para a criação de valor da empresa.

Os autores, ignorando inicialmente os benefícios fiscais relacionados com os encargos financeiros das dívidas, desenvolveram um estudo onde procuraram demonstrar que a estrutura de capital, em nada afetava o valor das empresas, utilizando os seguintes pressupostos (Silva, 2012):

- ➔ Ausência de impostos;
- ➔ Inexistência de custos de falência e de custos de transação;
- ➔ Todas as empresas apresentam a mesma classe de risco;
- ➔ Todos os investidores têm acesso à mesma informação;
- ➔ A expectativa dos gestores será a maximização da riqueza dos acionistas.

Nesse estudo, foi utilizado como exemplo o caso de duas empresas idênticas (com o mesmo nível de risco), onde apenas as estruturas de capital diferiam, sendo uma financiada apenas por capital próprio e a outra financiada por capital próprio e capital alheio (Teixeira, et al. 2011; Teixeira e Parreira, 2012).

Este estudo, que tinha como objetivo demonstrar que a estrutura de capital, em nada afetava o valor das empresas, levou os autores a definir duas proposições.

Na **proposição I** é referido que o valor de uma empresa não está associado à forma como esta se financia, mas sim aos fluxos de caixa por ela gerados e ao nível de risco que lhe está associado. Mais concretamente, à sua capacidade de crescimento e de libertar excedentes financeiros, assim como das características do setor onde está inserida. Desta forma, empresas idênticas têm o mesmo valor, independentemente do seu financiamento, estando este conceito demonstrado na seguinte fórmula (Jensen e Smith, 1984; Rogão, 2006):

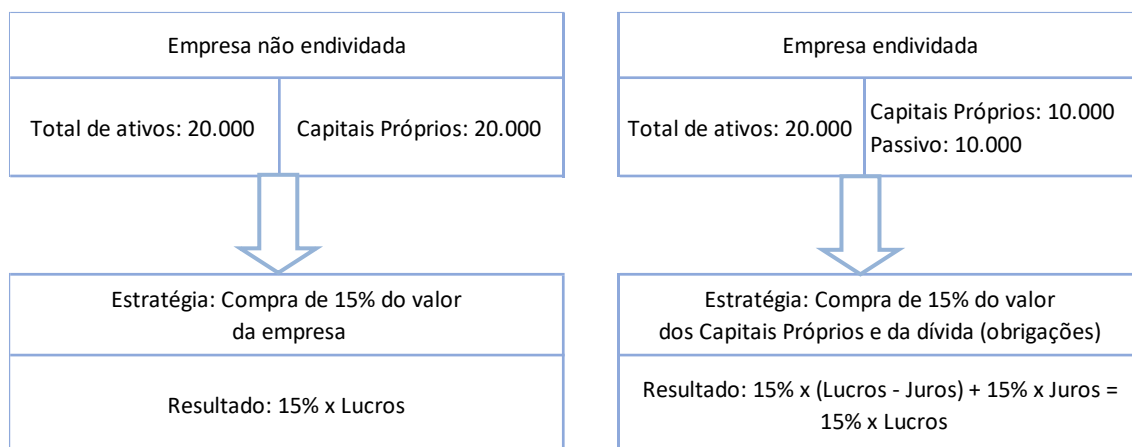
$$V_L = V_U \quad (2)$$

Onde:

V_L = Valor da empresa endividada; V_U = Valor da empresa não endividada.

Para melhor se entender, apresentam-se os seguintes exemplos:

Figura 1 - Proposição I de Modigliani & Miller - Exemplo 1.

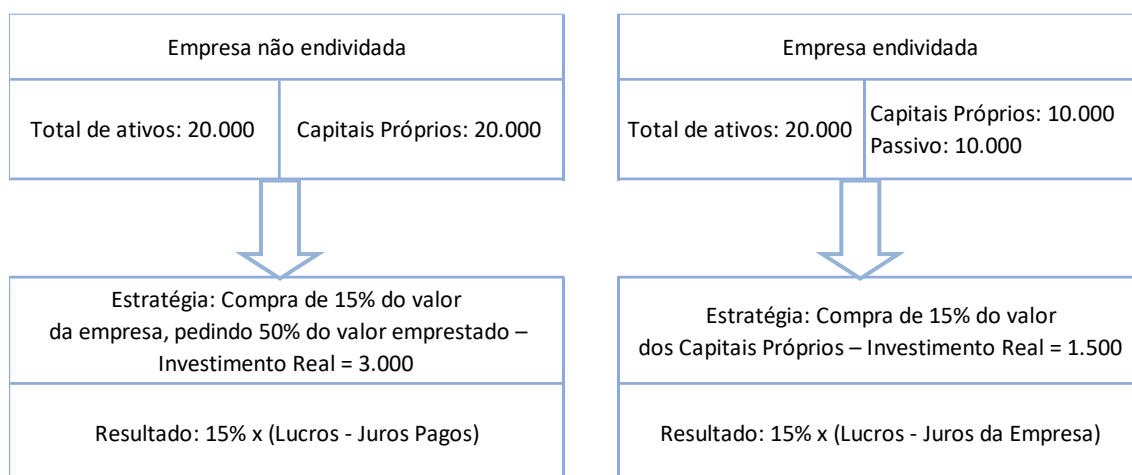


Fonte: Adaptado de Teixeira e Parreira, 2012.

Através do Exemplo 1, verifica-se que, embora por vias diferentes, tanto na empresa endividada como na não endividada, o investidor obtém o mesmo resultado para o mesmo investimento. Isto sucede porque, na empresa não endividada, o investidor vê a sua percentagem de investimento ser refletida somente no lucro gerado pela empresa, pois a empresa não recorreu a financiamentos externos, e, portanto, não possui custos financeiros que venham a ser subtraídos aos lucros. Por outro lado, na empresa endividada, o investidor adquire 15% de capitais próprios e 15% de dívida, por exemplo, através de obrigações. Neste caso, como já existem custos financeiros derivados do financiamento, estes têm de ser subtraídos ao lucro da empresa. Esta subtração, juntamente com os juros das obrigações que o investidor tem direito a beneficiar, permite-lhe então obter o mesmo resultado que teria caso investisse na empresa não endividada (Teixeira e Parreira, 2012).

De forma a explicar melhor a **Proposição I**, Modigliani & Miller apresentam ainda o seguinte exemplo:

Figura 2 - Proposição I de Modigliani & Miller - Exemplo 2.



Fonte: Adaptado de Teixeira e Parreira, 2012.

A situação descrita no Exemplo 2 vem também comprovar a não influência da estrutura de capital nos resultados obtidos pelo investidor. Mais explicitadamente, na empresa não endividada, o investidor adquire 15% do valor da empresa, pedindo 50% do valor emprestado. Nesta situação, este fica com direito a 15% dos lucros da empresa, menos os juros relativos ao empréstimo que efetuou. Por outro lado, na empresa endividada, apesar do investidor adquirir somente os 15% do valor dos capitais próprios, a estes têm que ser subtraídos os custos derivados do endividamento da empresa, gerando assim um resultado semelhante ao da empresa não endividada.

Desta forma, partindo da **Proposição I**, os autores excluem a existência de uma estrutura ótima de capital, visto que nenhuma empresa consegue alterar o seu valor por via da estrutura de capital (Ross et al, 2002).

Na **proposição II**, Modigliani e Miller (1958) defendem que a rendibilidade do capital próprio aumenta de forma proporcional ao aumento do nível de endividamento da empresa. Isto porque, como a empresa aumenta o seu nível de financiamento em capital alheio, o investimento realizado pelos proprietários diminui face aos mesmos resultados, o que acaba por gerar uma rendibilidade de capital próprio superior (alavancagem financeira). Simultaneamente, com o aumento do endividamento, o custo do capital próprio e o WACC também aumentam, devido à exigência que é feita por parte dos proprietários em obterem maior retorno sobre os investimentos, de forma a serem compensados pelo aumento do risco financeiro proveniente do recurso a capital alheio.

Modigliani e Miller (1958) consideram a taxa de retorno para os proprietários da seguinte forma:

$$RCP = Ra + (Ra - Rd) \times P/CP \quad (3)$$

Onde:

RCP: Rendibilidade esperada dos Capitais Próprios; Ra: Rendibilidade esperada do ativo; Rd: Rendibilidade esperada da dívida; P: Passivo; CP: Capital próprio.

Esta fórmula representa a remuneração que a atividade consegue gerar para os detentores de capital. Assim sendo, se a RCP for 60%, significa que existe a possibilidade de retorno do capital investido para os proprietários em 60%, ou seja, por cada euro que os proprietários investem, obtêm um retorno líquido para si de 60 centímetros. Deste modo, quando mais elevado for a percentagem de RCP, maior será a performance da empresa na utilização do capital dos proprietários e maior será a probabilidade de a empresa atrair novos investidores.

Ainda relativamente à fórmula da RCP, denotamos que basta a rendibilidade esperada do ativo ser superior à rendibilidade esperada da dívida, para que a taxa de retorno dos capitais próprios aumente face ao rácio de endividamento.

Para melhor se entender a **Proposição II**, apresentamos o seguinte exemplo:

Figura 3 - Proposição II de Modigliani & Miller - Exemplo.

Empresa não endividada		Empresa endividada	
Total de ativos: 20.000	Capitais Próprios: 20.000	Total de ativos: 20.000	Capitais Próprios: 10.000 Passivo: 10.000 (Rd:15%)
↓		↓	
Resultados		Resultados	
Resultados Operacionais: 3.500	RCP = 3.500/20.000 = 17,5%	Resultados Operacionais: 3.500 Juros: 1.500 Resultados Líquidos: 2.000	RCP = 2.000/10.000 = 20%

Fonte: Adaptado de Teixeira e Parreira, 2012.

Conforme demonstra o exemplo, um investidor que decida investir na empresa endividada, teria direito a 20% dos seus resultados, enquanto que na empresa não endividada teria direito apenas a 17,5%. Esta diferença surge devido ao facto de se ter recorrido a capital

alheio na empresa endividada. Este recurso, como já referido, faz com que o investimento realizado pelos investidores diminua face aos resultados gerados. Desta forma, embora os resultados da empresa endividada sejam inferiores aos da empresa não endividada (devido aos custos financeiros derivados do financiamento), o montante em investimento que os acionistas/sócios deixaram de realizar por a empresa ter recorrido a capital alheio é bem maior. Ou seja, tanto o resultado líquido do período como o capital próprio da empresa endividada diminuíram, mas o capital próprio diminuiu mais, fazendo assim com que o retorno para os acionistas/sócios seja superior (Teixeira e Parreira, 2012).

Uns anos mais tarde, vários autores vieram criticar a teoria de Modigliani & Miller, argumentando que esta se baseava em pressupostos irrealistas. Pressupostos estes que de acordo com o próprio Miller (1977), DeAngelo e Masulis (1980) e Brealey e Myers (1998) podiam influenciar significativamente o valor da empresa.

Após estas críticas, Modigliani e Miller (1963) reformularam a sua teoria, introduzindo o reconhecimento dos juros provenientes dos empréstimos bancários como encargos financeiros aceites fiscalmente. Assim, quando uma empresa recorria a capital alheio, esta gerava gastos ou encargos financeiros, que iriam contribuir quer para a diminuição do RAI (Resultado Antes de Impostos), quer posteriormente para a diminuição do imposto (IRC), fazendo com que a empresa poupasse em imposto pelo facto de ter recorrido a capital alheio e ficasse com mais excedentes para remunerar investidores (proprietários e parceiros financeiros).

No financiamento por capital próprio, a distribuição de resultados pelos proprietários não é aceite fiscalmente, não refletindo assim qualquer benefício fiscal para as empresas. Este aspeto, levou os autores a acreditar que a estrutura ótima de capital resultaria de um financiamento constituído somente por capitais alheios, visto que, na sua opinião, a ausência de benefícios fiscais no financiamento por capital próprio desmotivava as empresas a financiar-se através deste (Gama, 2000).

Posto isto, e reformulando as proposições anteriormente definidas por Modigliani e Miller (1958), considerando agora os impostos, temos em relação à **Proposição I**, que o valor de mercado da empresa endividada é igual ao valor de mercado da empresa não endividada acrescido dos benefícios fiscais do endividamento, como se pode ver pela seguinte fórmula (Modigliani e Miller, 1963; Serrasqueiro e Rogão, 2006; Vieito, 2014):

$$V_L = V_U + (t \times P) \quad (4)$$

Onde:

V_L : Valor da empresa endividada; V_U : Valor da empresa não endividada; t : Taxa de imposto; P : Passivo.

Na **Proposição II**, verifica-se que a rendibilidade exigida pelos proprietários terá de ser corrigida igualmente pelo efeito fiscal do endividamento (Modigliani e Miller, 1963; Serrasqueiro e Rogão, 2006).

$$RCP = [Ra + (Ra - Rd) \times P/CP] \times (1 - t) \quad (5)$$

Onde:

RCP: Rendibilidade esperada dos Capitais Próprios; Ra: Rendibilidade esperada do ativo; Rd: Rendibilidade esperada da dívida; P: Passivo; CP: Capital Próprio; t: Taxa de imposto.

Assim, após a reformulação da teoria inicial, Modigliani e Miller concluíram que a dívida contribuía para o aumento do valor da empresa por causa das poupanças fiscais. Porém, novas teorias foram desenvolvidas e procuraram demonstrar que o endividamento não poderia ser ilimitado, visto que a empresa poderia vir a acarretar outros custos que poderiam condicionar inclusivamente a sua própria sustentabilidade.

2.5. Teoria *Trade-off*

A Teoria de *Trade-off* teve origem no estudo desenvolvido por Modigliani e Miller (1963), onde se concluiu que o valor da empresa é influenciado pela forma como esta se financia, devido à poupança fiscal que obtém quando recorre a capital alheio. Nesse sentido, a Teoria de *Trade-off* defende a existência de uma estrutura ótima de capital, resultante do equilíbrio entre o valor atual do benefício fiscal e o valor atual dos custos derivados do aumento do recurso a capital alheio (Kraus e Litzenberger, 1973).

Como sugere o nome, a Teoria de *Trade-off* resulta de uma troca entre o risco e a rendibilidade numa empresa, onde um grau elevado de endividamento tanto aumenta o risco da empresa como requer uma taxa de retorno mais elevada para os investidores (Pereira, 2015).

Segundo Myers (1984), a vantagem fiscal associada ao facto de a empresa recorrer a capital de terceiros, torna o custo do capital alheio inferior ao custo do capital próprio.

Contudo, um aumento excessivo de endividamento pode levar a empresa a contrair determinados riscos, tais como o risco de incumprimento de dívida, de falência ou de agência, estando a estes associados, custos que variam de forma proporcional ao nível de risco.

Relativamente aos custos de falência, Warner (1977) divide-os em custos diretos (despesas legais e administrativas associadas a um processo de falência) e custos indiretos (custos derivados da participação em processos de falência, como por exemplo a perda de relacionamento com clientes/fornecedores e a dificuldade na obtenção de crédito). Conforme Brennan e Schwartz (1978) e Kim (1978), o aumento do nível de endividamento, aumenta ou diminui o valor da empresa, em função da probabilidade de falência que lhe está associada. Ou seja, se a empresa já se encontra bastante endividada, qualquer aumento de endividamento proporcionará um aumento da probabilidade de falência, levando assim à diminuição do valor da empresa. No entanto, se a empresa estiver pouco endividada, e por alguma razão decidir aumentar o seu recurso a capital alheio, o impacto na probabilidade de falência será menor, levando a que o endividamento adicional gere vantagens fiscais, que farão com que o valor da empresa aumente.

Desta forma, Myers (1984) defende que a empresa deverá se endividar até ao limite onde o benefício fiscal sobre a dívida seja superior aos custos associados ao endividamento, havendo assim um equilíbrio entre o nível de endividamento e o aumento de valor da empresa.

Assim sendo, a Teoria de *Trade-off* vem desta forma refutar o estudo de Modigliani e Miller (1963), onde os autores defenderam que, devido à poupança fiscal resultante do endividamento, a estrutura ótima de capital resultaria de um financiamento 100% de capital alheio.

2.6. Teoria dos Custos de Agência

Ainda no âmbito das teorias que tentam explicar os condicionantes da estrutura de capitais, Jensen e Meckling (1976) desenvolveram a Teoria dos Custos de Agência, mencionada na publicação "*Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure*", que consiste na análise de conflitos que surgem no seio das organizações devido às divergências de interesses entre os diversos agentes. Nessa mesma publicação, os autores classificam a relação de agência como sendo uma espécie de contrato celebrado entre duas partes, onde uma delas é contratada com o propósito de realizar uma tarefa para a qual lhe é delegada autoridade sobre a tomada de decisão.

É derivado dessa delegação de autoridade que podem surgir os denominados conflitos de interesse, estando estes, segundo Jensen e Meckling (1976), divididos em dois tipos, nomeadamente em conflitos entre proprietários e gerentes e conflitos entre proprietários e credores.

No que respeita aos conflitos entre proprietários e gerentes, estes podem surgir quando os gestores têm interesses que não estão de acordo com os interesses dos proprietários. Por exemplo, enquanto os proprietários procuram a maximização dos lucros das suas empresas, os gestores podem empenhar-se noutros objetivos do seu próprio interesse, que não contribuam diretamente para a maximização dos lucros, colocando a *performance* da empresa dependente da forma como os proprietários controlam e monitorizam os gestores.

Destes conflitos, acabam por resultar custos, denominados como custos de agência, e que segundo Novo (2009), podem ser constituídos pelos seguintes:

- ➔ Gastos com a elaboração de contratos entre o proprietário e o gestor;
- ➔ Gastos por parte do proprietário em monitorizar e vigiar as atividades do gestor;
- ➔ Gastos por parte do gestor de modo a justificar que a sua atuação não prejudica o proprietário;
- ➔ Perdas residuais, que resultam na diminuição da riqueza do proprietário ocorrida pelas divergências entre as decisões tomadas pelo gestor e as que maximizariam a riqueza do proprietário.

Por sua vez, a existência de excedentes de tesouraria na empresa pode muito bem agravar possíveis conflitos de interesses entre proprietários e gestores, visto que os primeiros poderão ter preferência pela distribuição dos lucros, enquanto que os gestores poderão ser da opinião que o excedente deveria ser reinvestido na empresa, permitindo a realização de novos investimentos, que possibilitem o crescimento da mesma (Silva, 2013 e Stulz, 1990).

Assim, como forma de se precaverem contra o surgimento destes conflitos e também de minimizar os custos de agência derivados dos conflitos com os gestores, os proprietários optam por financiar a atividade da empresa através de capital alheio (Jensen e Meckling, 1976).

Porém, o recurso a capital alheio também pode criar conflitos entre os proprietários e os credores, aumentando posteriormente os custos de agência da empresa. Esses custos são agravados em situações onde, por exemplo, os proprietários optem por não investir em projetos cujo nível de endividamento seja elevado, embora o VAL (Valor Atual Líquido) seja positivo, ou em situações onde os proprietários prefiram a obtenção de resultados a curto

prazo, ao invés de projetos a longo prazo que sejam mais rentáveis. Outra situação que pode ocorrer é a decisão dos proprietários em substituir ativos que já possuam e que apresentem pouco risco, por ativos modernos e mais competitivos, que embora possam gerar maior taxa de retorno, também podem vir a representar maior risco para a empresa através de custos de manutenção dos equipamentos ou custos com formações necessárias para a sua utilização (Grinblatt e Titman, 2002; Pereira, 2015; Silva, 2011;).

Os credores, por sua vez, com o propósito de reduzirem os riscos associados aos investimentos dos proprietários, podem optar por aumentar as taxas de juro de empréstimos futuros de modo a dificultar o acesso da empresa a novos empréstimos, assim como deixar definido em contrato o seu acompanhamento no controlo do risco da empresa, de modo a evitar que esta se valorize à custa dos capitais de terceiros (Novo, 2009).

Desta forma, segundo Jensen e Meckling (1976), a estrutura ótima de capital é alcançada com a redução dos custos de falência (através da diminuição dos conflitos entre proprietários e gestores e conflitos entre proprietários e credores). Relativamente aos primeiros, estes tendem a diminuir com o endividamento, pois ao resultado operacional da empresa serão subtraídos os encargos financeiros provenientes do endividamento, gerando assim um resultado líquido do período inferior, e, portanto, menos recursos livres para os gestores poderem usufruir a seu favor. Em relação aos conflitos entre proprietários e credores, estes diminuem quando os credores consideram um projeto seguro, não aumentando assim as taxas de juro dos empréstimos futuros (Jensen e Meckling, 1976; Harris e Raviv, 1991).

2.7. Teoria da Assimetria de Informação

O conceito de assimetria de informação foi introduzido pelo autor Arkelof (1970) com a publicação do artigo *“The Market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism”* e posteriormente desenvolvido pelos autores Harris e Raviv (1991), através da publicação do artigo *“The Theory of Capital Structure”*.

No seu estudo, Arkelof (1970) alertou para a existência da assimetria de informação recorrendo ao exemplo do mercado automóvel. Segundo este, a qualidade de informação existente relativamente aos carros difere se se trata do vendedor ou do consumidor, na medida em que o consumidor apenas tem perceção da qualidade do carro com o passar do tempo, ao contrário do vendedor que já possui conhecimento prévio. Assim, os vendedores estão sempre em vantagem relativamente aos consumidores.

Este aspeto, levou Harris e Raviv (1991) a desenvolverem a Teoria da Informação Assimétrica, definindo-a como sendo o acesso privilegiado dos gestores, ou “*insiders*”, a determinada informação que não é do conhecimento dos investidores, ou “*outsiders*”, como por exemplo, o nível de endividamento ou o risco da empresa.

Com base nesta teoria, foram desenvolvidas duas correntes: A Teoria de Sinalização e a Teoria *Pecking Order*, abordadas nos pontos seguintes.

2.8. Teoria da Sinalização

O facto de as empresas não divulgarem informação acerca do seu funcionamento, tanto ao nível das suas estratégias como das suas decisões, faz com que os investidores interpretem qualquer movimento da atividade como um ‘sinal’. Estes sinais, muitas vezes, são fundamentais para a tomada de decisão dos investidores acerca se devem ou não investir numa determinada empresa, levando este comportamento à origem da teoria de sinalização desenvolvida por Ross (1977) e por Leland e Pyle (1977).

Ross (1977) defende que os investidores tendem a preferir o investimento em empresas que recorram ao financiamento externo, pois a taxa de retorno para os acionistas/sócios é maior (face aos mesmos resultados, o investimento a realizar pelos investidores é menor do que o montante que estes teriam que realizar se a empresa se financiasse somente por capital próprio).

Por outro lado, Leland e Pyle (1977), através de um modelo de estrutura de capital, vieram demonstrar que os investidores externos interpretam como um sinal positivo o facto dos proprietários investirem na própria empresa, porque a seu ver, isso traduz boas perspectivas futuras e bons resultados.

Outro aspeto analisado pelos investidores externos é a política de distribuição de resultados da empresa. Partindo do pressuposto que esta varia consoante o seu valor, os investidores assumem como sinal positivo a distribuição estável e constante dos resultados, refletindo, a seu ver, a capacidade da empresa em gerar excedentes, assim como a evolução favorável da situação financeira desta. Este fator, acaba também por pesar na decisão do investidor, que procura investir numa empresa que melhor rentabilize o seu capital (Sousa e Padilha, 2014).

2.9. Teoria Pecking Order

A Teoria *Pecking Order*, estudada inicialmente por Donaldson (1961), e posteriormente desenvolvida por Myers & Majluf (1984) e Myers (1984), defende a existência de um conceito de hierarquia relativamente às fontes de financiamento escolhidas por parte das empresas. Segundo os autores, as empresas têm preferência pela utilização de recursos internos como forma de financiar os seus investimentos, e apenas recorrem a capital alheio quando os fundos disponíveis não são suficientes para cobrir as necessidades do negócio.

Esta hierarquia deve-se ao facto de os gestores considerarem os recursos externos mais arriscados do que os recursos internos, devido às regras do mercado de capitais e às assimetrias de informação a que a empresa estaria sujeita caso recorresse a capitais de terceiros.

Ainda assim, caso a empresa recorresse a capital de terceiros, os gestores teriam sempre preferência pela emissão de títulos de dívida ao invés da emissão de ações, devido ao impacto negativo que a informação assimétrica poderia vir a ter no valor patrimonial da empresa, caso esta optasse pela emissão de ações. Esta hipótese, seria assim apenas considerada em situações onde a empresa já apresentasse um endividamento elevado, não sendo, portanto, aconselhável endividar-se ainda mais, visto que estaria a aumentar a sua exposição ao risco de falência. No financiamento por fundos internos, por outro lado, existe sempre a vantagem de não ocorrer qualquer transmissão de sinal para o investidor externo, não originando assim nenhuma oscilação na cotação dos títulos da empresa (Myers e Majluf, 1984; Myers, 1984; Pestana, 2017).

Posto isto, Myers (1984) refere que não existe uma estrutura ótima de capital, visto que as empresas apenas hierarquizam as fontes de financiamento disponíveis de modo a contornar os problemas associados à assimetria de informação.

Ao contrário do que se verificou na Teoria de Sinalização, onde Ross (1977) afirmou que o aumento do endividamento atraía os investidores externos devido à possibilidade do retorno de resultados para estes ser maior, na Teoria *Pecking Order*, é evidenciada uma relação negativa entre o endividamento e a rentabilidade, sendo que as empresas mais rentáveis, são aquelas que menos recorrem a financiamento externo. Segundo esta lógica, se a empresa apresenta um nível de rentabilidade elevado, a sua capacidade de autofinanciamento é maior e, consequentemente, a sua necessidade de se endividar diminuirá (Franco, 2017).

2.10. Teoria baseada no Posicionamento Estratégico

A Teoria baseada no Posicionamento Estratégico surgiu no final dos anos oitenta, como resultado do estudo de vários autores, tais como Titman (1984), Titman e Wessels (1988), Maksimovic e Titman (1991), Harris e Raviv (1991), Balakrishnan e Fox (1993) e Arias et al. (2000), que acreditavam que a estrutura de capital também dependia das estratégias adotadas pelas empresas. Sendo que essas estratégias, posteriormente relacionadas com a parte financeira, ajudariam os gestores na compreensão da estrutura de capital.

Ao invés do que se tem verificado nas teorias anteriormente referidas, a Teoria baseada no Posicionamento Estratégico tem por base aspetos não financeiros, tais como experiências vividas pelos gestores ou oportunidades e ameaças do meio envolvente, que os ajudam na compreensão da estrutura de capital (Correia, 2003).

Nos seus estudos, Titman (1984) e Maksimovic e Titman (1991) procuraram relacionar a estratégia empresarial com o endividamento. Segundo estes, empresas cujos produtos vendidos são reconhecidos no mercado pela sua singularidade e dificuldade de produção, recorrem menos ao endividamento, devido à relação que mantêm com os seus *stakeholders* (clientes, fornecedores, colaboradores, etc.). Como detêm um produto que é reconhecido pelo mercado, isso acaba por gerar uma maior procura por parte dos consumidores, permitindo assim à empresa obter um maior poder nos negócios e, conseqüentemente, uma maior capacidade de autofinanciamento, diminuindo também a sua necessidade de recorrer ao endividamento. Ainda no seu estudo, Maksimovic e Titman (1991) referem que empresas cujos produtos apresentem tais características, evitam recorrer ao financiamento externo, de forma a não contribuir para o risco de falência da empresa e assim manter a sua notoriedade junto dos seus parceiros de negócios.

Porém, Titman e Wessels (1988) constataram, ao analisar os fatores determinantes da estrutura de capital das empresas norte-americanas, que empresas de maior dimensão apresentavam maiores níveis de endividamento, derivado da facilidade de entrada no mercado de capitais e no acesso a financiamento externo a longo prazo. Este acesso, segundo os autores, permitia que as empresas se diversificassem, e assim conseguissem diminuir o seu risco de falência.

Mais tarde, Harris e Raviv (1991) vieram propor a divisão dos estudos relativos a esta teoria, em dois modelos:

- Modelos que estudam a relação entre a estratégia de mercado adotada e a estrutura de capitais;
- Modelos que estudam a relação entre as características dos *inputs* e *outputs* da atividade com a estrutura de capitais definida.

Balakrishnan e Fox (1993), destacaram a relação entre a estratégia adotada pela empresa e a estrutura de capital de duas formas:

- Pela influência da estrutura de capital na estratégia a implementar, através dos recursos financeiros disponíveis, fontes de financiamento e custo de capital que a empresa tem possibilidade de negociar;
- Pelo condicionamento das estratégias da empresa à estrutura de capital, através dos tipos e montantes de investimentos necessários e das estruturas organizacionais assumidas pelas empresas.

Arias et al. (2000) também evidenciaram a existência de uma relação entre as estratégias das empresas e a estrutura de capital, nomeadamente:

- Quando as empresas são diversificadas e diferenciadas, têm um risco financeiro inferior, e assim facilitam o recurso a capital alheio nas negociações com as instituições bancárias;
- Quando as empresas têm investimentos cujo prazo de retorno seja longo, dificultam o acesso a capital alheio junto das instituições bancárias, devido ao aumento do risco de negócio;
- Ao nível da quota de mercado da empresa, sendo alta, poderá traduzir-se numa maior capacidade de endividamento, gerando assim um menor risco de negócio;
- Em situações onde a empresa possua ativos de difícil substituição, resulta um maior risco financeiro e consequentemente reflete uma menor capacidade de endividamento.

Para além dos autores inicialmente mencionados, houve ainda outros investigadores que procuraram estudar a relação existente entre a estrutura de capital e as estratégias empresariais. McGee (1958) e Telser (1966), por exemplo, realçaram a opção estratégica das empresas em diminuir o preço dos seus produtos face à concorrência, como forma de angariarem clientes. Neste caso, as empresas tendem a aumentar o seu nível de endividamento, de maneira a poderem cobrir os custos adicionais derivados do aumento das

vendas, estando assim a refletir uma variação na estrutura de capital devido a uma opção estratégica da empresa.

Assim sendo, é possível concluir que são muitas as relações existentes entre as estratégias adotadas pelas empresas e a sua estrutura de capital.

2.11. Teoria do Market Timing

Diversos autores, tais como Graham e Harvey (2001), vieram afirmar que não conseguiam explicar a estrutura de capital por via das teorias tradicionais, porque na sua perspetiva, a estrutura de capital era influenciada pelas decisões dos gestores em aproveitar momentos ótimos do mercado para a emissão de ações.

Consequentemente, com o propósito de ajudar na compreensão das decisões de financiamento tomadas pelos gestores das empresas, Baker e Wurgler (2002) desenvolveram a Teoria de *Market Timing*, que reflete o momento em que as empresas decidem emitir ações por considerarem que estas se encontram sobrevalorizadas (valor de mercado das empresas superior ao seu valor contabilístico), e na sua decisão de recomprá-las quando consideram que estas se encontram subvalorizadas (valor de mercado das empresas inferior ao valor contabilístico). Assim, a estrutura de capital resultaria do acumular de várias tentativas passadas por parte das empresas em emitir ações em momentos favoráveis do mercado ou na sua aquisição aquando momentos desfavoráveis.

Deste modo, os autores concluíram que a questão do *market timing* influenciava significativamente a decisão dos gestores relativamente à estrutura de capital das empresas, pois empresas com valor de mercado elevado, tendem a ter níveis de endividamento mais baixo (devido à emissão de ações) e empresas com valor de mercado baixo, tendem a ter níveis de endividamento mais altos (devido à recompra de ações), existindo assim uma relação negativa entre o rácio *Market-to-Book* (valor de mercado da empresa/valor contabilístico da empresa) e o rácio de alavancagem das empresas.

No âmbito do *market timing*, é ainda importante salientar que houve autores, como Hovakimian (2004) e Frank e Goyal (2004), que vieram defender a existência de outras operações financeiras que também poderiam influenciar a escolha dos gestores pelas fontes de financiamento, colocando a hipótese de que possivelmente o *market timing* não tivesse um efeito na estrutura de capital tão a longo prazo como Baker e Wurgler (2002) defendiam.

Contudo, acerca desta teoria, é de realçar que empresas subavaliadas no mercado, tendem a emitir títulos de dívida, enquanto que empresas sobreavaliadas procedem à emissão de ações (Basso et al., 2009).

3. Teorias sobre a Maturidade da Dívida

Através da Teoria dos Custos de Agência, denotou-se que uma das preocupações decorrentes dos conflitos entre proprietários e credores, consistia na dificuldade de acesso às linhas de crédito que os credores poderiam criar às empresas, nomeadamente ao nível da maturidade dos financiamentos. Nesse sentido, é importante que a questão da maturidade da dívida seja tida em consideração na decisão de financiamento, de maneira a que a empresa consiga obter uma estrutura de capital que vá ao encontro daqueles que são os seus objetivos.

Barclay e Smith (1995), através da análise de uma amostra de empresas industriais norte-americanas, verificaram a existência de diversos fatores capazes de influenciar a maturidade da dívida, tais como o ritmo de crescimento da empresa, a sua dimensão e os seus ativos colaterais.

No que respeita ao ritmo de crescimento, as empresas tendem a recorrer mais a capital alheio quando apresentam um ritmo de crescimento superior, optando mais frequentemente pelo financiamento de curto prazo, devido ao facto dos endividamentos com maturidades superiores requererem um maior custo financeiro, e consequentemente, gerarem um menor lucro para os proprietários. Assim, neste caso, existe uma relação positiva entre o endividamento de curto prazo e o ritmo de crescimento da empresa (Myers, 1977; Barclay e Smith, 1995; Johnson, 2003).

Em relação à dimensão da empresa, verificou-se que as PME's (Pequenas e Médias Empresas), ao invés das empresas de grande dimensão, tendem a recorrer mais a endividamento de curto prazo, por apresentarem menor notoriedade junto das instituições bancárias, maior instabilidade ao nível dos seus resultados e informações financeiras menos fidedignas (Smith, 1986; Blackwell e Kidwell, 1988; Whited, 1992; Barclay e Smith, 1995 e Korner, 2006).

Relativamente aos ativos colaterais, é referido por Korner (2006), que uma empresa tem maior probabilidade de conseguir obter um financiamento de acordo com as suas preferências, tanto a nível de valores, como de custos e maturidades, quanto maior for a sua disponibilidade em utilizar os seus ativos colaterais como garantias. Segundo o próprio, existe

maior probabilidade de incumprimento quando as empresas recorrem a endividamento de longo prazo, por a este estarem associados maiores custos e maiores garantias colaterais. Desta forma, a exigência dos ativos colaterais como garantia acaba por ser uma forma das instituições bancárias se precaverem contra um possível incumprimento que possa ocorrer por parte das empresas.

Já Diamond (1991) constatou que empresas que apresentam pior ranking, embora tentem financiar-se a médio longo prazo para fugir à constante renegociação dos contratos de dívida, são obrigadas a optar pelo endividamento de curto prazo, por apresentarem menor capacidade de negociação e menor notoriedade junto das instituições bancárias.

Outro aspeto a analisar, é a existência de custos de agência derivados dos conflitos entre proprietários e credores, onde as empresas, com o propósito de reduzir esses custos, tendem a recorrer a financiamento de curto prazo, como forma de proporcionar aos credores maior capacidade de monitorização e posteriormente um melhor ambiente de negociação entre ambos em futuras renovações de contratos de dívida (Antoniou et al., 2006; Marques e Correia, 2012).

Ainda no âmbito da maturidade da dívida, Brick e Ravid (1985) defendem que, embora na Teoria de *Trade-Off* seja considerado necessário o equilíbrio entre os benefícios fiscais e os custos de falência para a determinação da estrutura ótima de capital, na maturidade da dívida isso não se aplica necessariamente, pois neste caso, são as imperfeições existentes na área fiscal que determinam a relevância da escolha da maturidade da dívida e não os impostos em si. Para fundamentarem a sua perspetiva, os autores recorreram ao estudo de Stiglitz (1974), que comprovou a irrelevância da maturidade da dívida perante um ambiente com ausência de impostos e custos de falência.

Por sua vez, Kane et al. (1985), identificou uma relação negativa entre os benefícios fiscais e a maturidade da dívida, visto que a maturidade da dívida tende a diminuir à medida que os benefícios fiscais aumentam. Isto sucede, porque as empresas tendem a recorrer a financiamento de curto prazo quando os benefícios fiscais são elevados, evitando assim incorrer a mais custos financeiros para obtenção de vantagem fiscal.

Por último, diversos autores procuraram referir a importância do princípio financeiro do *matching* entre a maturidade do endividamento e o grau de liquidez dos ativos. Entre esses autores, encontram-se Stohs e Mauer (1996), Morris (1992), Ozkan (2002), Korner (2006) e Teruel e Solano (2010), que referem que a maturidade dos passivos de uma empresa deverá

ir ao encontro da maturidade dos seus ativos, como forma de evitar a exposição ao risco financeiro.

Posto isto, é possível concluir que são vários os condicionantes que a empresa pode ter de enfrentar aquando da decisão da maturidade da dívida, não havendo, tal como nas teorias da estrutura de capital, uma única teoria explicativa de todos os fatores que condicionam o prazo das fontes de financiamento negociadas.

4. Estudo Empírico

4.1. A Internacionalização das Empresas

Hoje em dia, cada vez mais empresas portuguesas apostam na internacionalização, com o propósito de abandonar mercados já saturados, tornarem-se mais competitivas, procurarem um crescimento sustentável e até mesmo aproveitarem incentivos fiscais. Nesse sentido, a internacionalização através da exportação, acaba por ser, muitas vezes, o primeiro ponto de contacto entre as empresas portuguesas e o mercado externo.

O RIEP 2017 (Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas), disponibilizado pelo INDEG-ISCTE, em colaboração com o Núcleo de Estratégia e Negócios Internacionais da Fundação Dom Cabral e com o apoio institucional da AICEP, desenvolveu um estudo com o propósito de “procurar compreender os processos de geração, transferência e absorção do conhecimento na internacionalização das empresas portuguesas” (RIEP, 2017, p.14), analisando para o efeito 54 empresas (recorrendo aos seus dados referentes a 2016).

Desse estudo, foi possível constatar que as 54 empresas analisadas se encontravam internacionalizadas em cerca de 84 países, distribuídas pelos cinco continentes, sendo o top 10 constituído pelos seguintes países:

- Angola, com 29 empresas;
- Moçambique, com 27 empresas;
- Espanha, com 25 empresas;
- Brasil, com 23 empresas;
- Reino Unido, com 20 empresas;
- Cabo Verde, com 13 empresas;
- EUA (Estados Unidos da América), com 12 empresas;
- França, com 12 empresas;
- Alemanha, com 11 empresas; e
- Marrocos, com 9 empresas.

O continente europeu atingiu uma preferência de 72% por parte das empresas portuguesas, aspeto este justificado pela proximidade geográfica entre Portugal e os restantes países da UE (União Europeia). Em segundo lugar, surge o continente africano, com uma preferência de 65%, derivado da relação existente entre Portugal e os PALOP's (Países

Africanos de Língua Oficial Portuguesa). Na América do Sul, encontram-se internacionalizadas cerca de 50% das empresas estudadas, devido, em grande parte, à presença do Brasil, que acaba por ser um país a ter em consideração pelas empresas portuguesas devido aos laços históricos e culturais que possui com Portugal.

Outro aspeto a enaltecer do RIEP 2017, é o Índice de Transnacionalidade desenvolvido pela UNCTAD (*United Nations Conference On Trade and Development*), que procura comparar empresas transnacionais (que operam no estrangeiro) de diferentes setores de atividade, determinando assim o grau de adaptação dessas empresas ao país para o qual se estão a internacionalizar.

Nesse sentido, recorrendo às receitas obtidas, aos ativos e aos funcionários a operar no estrangeiro, foi apurado uma percentagem de transnacionalidade das empresas portuguesas de 31,80% para o ano de 2016, percentagem ligeiramente abaixo dos 32,70% registados em 2015, podendo este resultado, segundo o RIEP 2017, derivar de “algum grau de centralização das suas cadeias de valor ou de um padrão de utilização de recursos mais eficiente nas operações internacionais” (RIEP, 2017, p.32).

Ainda em 2017, o OEC (*The Observatory of Economic Complexity*), destacou Portugal como sendo o 44º maior exportador do mundo, com um montante realizado em exportações de US \$ 59,3 Bilhões, correspondente a aproximadamente 27,33% do PIB nacional nesse ano, que registou um saldo de US \$ 217 Bilhões.

O Jornal Económico, com base nos dados avançados pelo INE (Instituto Nacional de Estatística), publicou a 20 de fevereiro de 2018, uma lista das empresas portuguesas que mais exportaram no ano de 2017:

- Petróleos de Portugal - Petrogal, S.A;
- Volkswagen Autoeuropa, Lda;
- The Navigator Company, S.A;
- Bosch Car Multimedia Portugal, S.A;
- Continental Mabor - Indústria de Pneus, S.A;
- Dephi Automotive Systems - Portugal, S.A;
- Faurécia - Sistemas de Escape Portugal, Lda;
- Repsol Polímeros, S.A.

De modo a analisar a variação das exportações das empresas portuguesas nos últimos anos, elaborou-se a seguinte tabela, adaptada do INE e atualizada a 10 de maio de 2019, destacando-se o montante faturado aos 10 países para os quais as empresas portuguesas mais

exportaram no período de análise, juntamente com o valor total das exportações (mundo) e o valor por mercado comunitário e mercado extracomunitário:

Tabela 1 - Exportação de Bens por Local de Destino.

Local de Destino	Exportações (€) de Bens por Local de Destino (CPA 2008) - Anual						
	Período de Referência dos Dados					Total (€)	Total (%)
	2014	2015	2016	2017	2018		
Angola	3 177 938 336,00 €	2 099 058 952,00 €	1 501 573 439,00 €	1 786 227 685,00 €	1 514 400 024,00 €	10 079 198 436,00 €	3,87%
Bélgica	1 303 296 000,00 €	1 133 254 061,00 €	1 215 864 843,00 €	1 270 452 800,00 €	1 322 076 082,00 €	6 244 943 786,00 €	2,40%
China	839 714 326,00 €	838 723 451,00 €	676 311 657,00 €	841 611 978,00 €	657 781 745,00 €	3 854 143 157,00 €	1,48%
Alemanha	5 618 419 050,00 €	5 883 117 818,00 €	5 838 119 800,00 €	6 259 433 888,00 €	6 648 159 018,00 €	30 247 249 574,00 €	11,60%
Espanha	11 284 010 333,00 €	12 309 547 767,00 €	12 929 562 009,00 €	13 854 042 929,00 €	14 685 187 159,00 €	65 062 350 197,00 €	24,96%
França	5 658 613 493,00 €	6 031 361 898,00 €	6 323 384 820,00 €	6 911 771 155,00 €	7 344 153 500,00 €	32 269 284 866,00 €	12,38%
Reino Unido	2 943 891 123,00 €	3 355 783 695,00 €	3 538 265 242,00 €	3 648 788 476,00 €	3 673 449 925,00 €	17 160 178 461,00 €	6,58%
Itália	1 539 196 700,00 €	1 585 880 533,00 €	1 730 787 162,00 €	1 965 411 248,00 €	2 479 108 009,00 €	9 300 383 652,00 €	3,57%
Países Baixos	1 908 771 614,00 €	1 988 655 008,00 €	1 876 023 477,00 €	2 211 035 608,00 €	2 209 527 108,00 €	10 194 012 815,00 €	3,91%
Estados Unidos	2 110 727 326,00 €	2 566 672 030,00 €	2 465 013 018,00 €	2 844 898 813,00 €	2 877 672 664,00 €	12 864 983 851,00 €	4,93%
(...)							
Mundo	48 053 695 644,00 €	49 634 001 363,00 €	50 038 841 230,00 €	55 017 987 697,00 €	57 958 159 885,00 €	260 702 685 819,00 €	-
Intra União Europeia	34 044 795 076,00 €	36 071 085 203,00 €	37 589 611 378,00 €	40 790 904 709,00 €	44 099 086 514,00 €	192 595 482 880,00 €	73,88%
Extra União Europeia	14 008 900 568,00 €	13 562 916 160,00 €	12 449 229 852,00 €	14 227 082 988,00 €	13 859 073 371,00 €	68 107 202 939,00 €	26,12%

Fonte: Adaptado do INE, 2019.

Dos 10 países apresentados, constatamos que sete fazem parte da União Europeia (Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Reino Unido, Itália e Países Baixos), correspondendo a sua faturação conjunta a 65,40% do valor total faturado com exportação em todo o mundo. Os três países restantes (Angola, China e Estados Unidos), possuem uma percentagem de 10,28% da exportação total.

Dos países para os quais as empresas portuguesas mais exportaram, destaca-se a Espanha, a França e a Alemanha (valor percentual conjunto de 48,94%), enquanto a China, a Bélgica e a Itália representam os países que, desta lista, menos produtos portugueses importaram (valor percentual conjunto de 7,45%).

Da tabela apresentada, é ainda possível verificar que 73,88% do montante total das exportações, provém dos países da União Europeia, sendo apenas 26,12% referente à exportação para os países fora da União Europeia.

Referente ao último ano em análise, 2018, apresentamos ainda a seguinte tabela (tendo por base os dados do INE, atualizados a 10 de maio de 2019), onde é apresentada a

distribuição das exportações com base na localização geográfica das empresas portuguesas, destacando-se o peso do continente:

Tabela 2 - Exportações de Bens por Localização Geográfica.

Período de Referência dos dados	Localização Geográfica	Exportações (€) de Bens por Localização Geográfica, Tipo de Comércio e Tipo de Bens - Anual				
		Comércio Internacional	Comércio INTRA-UE		Comércio EXTRA-UE	
2018	Portugal	57.958.159.885,00 €	44.099.086.514,00 €	76,09%	13.859.073.371,00 €	23,91%
	Continente	55.214.820.830,00 €	42.348.320.361,00 €	76,70%	12.866.500.469,00 €	23,30%
	Região Autónoma dos Açores	92.947.594,00 €	59.368.184,00 €	63,87%	33.579.410,00 €	36,13%
	Região Autónoma da Madeira	225.643.939,00 €	84.873.969,00 €	37,61%	140.769.970,00 €	62,39%
	Extra-Regio NUTS I	2.424.747.522,00 €	1.606.524.000,00 €	66,26%	818.223.522,00 €	33,74%

Fonte: Adaptado do INE, 2019.

Do valor total faturado com as exportações em 2018, 76,09% provém do Comércio Intra-UE e 23,91% do Comércio Extra-UE.

Subdividindo o valor obtido com as exportações pelo mercado comunitário e pelo mercado extracomunitário, é possível verificar que as empresas portuguesas sediadas em Portugal Continental, na Região Autónoma dos Açores e no Extra-Regio NUTS I faturaram mais para o mercado comunitário, com percentagens acima dos 60%, enquanto a Região Autónoma da Madeira faturou mais para o mercado extracomunitário, com uma percentagem de 62,39%.

Por sua vez, tendo em consideração os 10 produtos mais exportados do último triénio analisado, é possível apurar, através do INE, atualizado a 10 de maio de 2019, a seguinte situação:

Tabela 3 - Exportações de Bens por Local de Destino e Tipo de Bens.

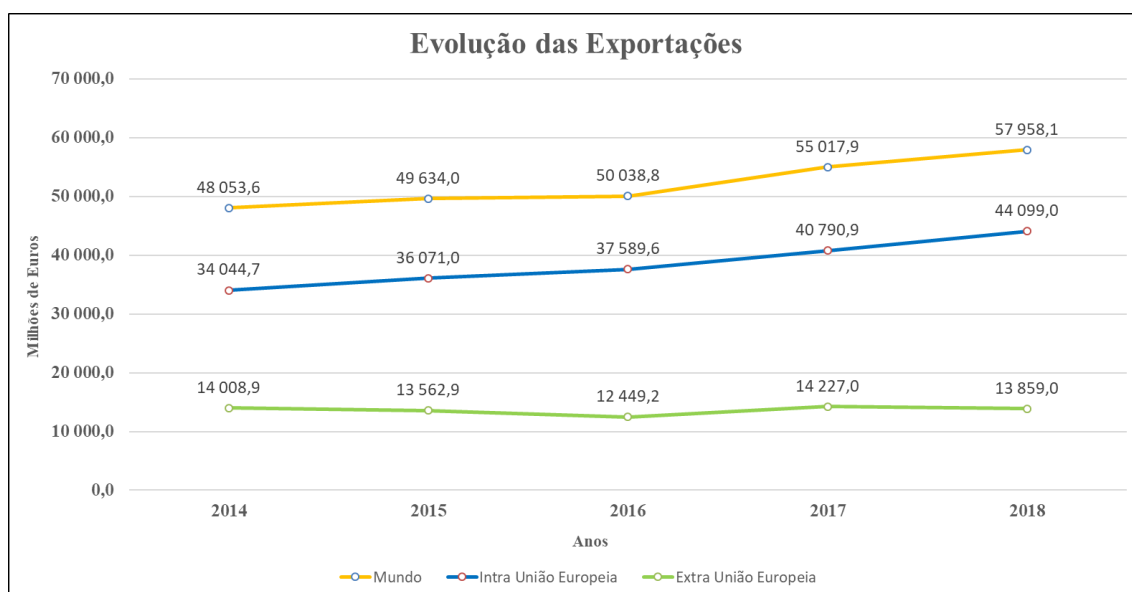
Tipo de Bens	Exportações (€) de Bens por Local de Destino e Tipo de bens (Nomenclatura combinada - NC8) - Anual							
	Período de Referência dos Dados						TOTAL (€)	TOTAL (%)
	2018		2017		2016			
	Intra União Europeia	Extra União Europeia	Intra União Europeia	Extra União Europeia	Intra União Europeia	Extra União Europeia		
Produtos das indústrias alimentares; etc.	2.357.746.081,00 €	912.224.533,00 €	2.227.928.289,00 €	954.377.894,00 €	2.254.341.833,00 €	887.435.336,00 €	9.594.053.966,00 €	5,89%
Produtos minerais	2.640.413.751,00 €	2.189.676.804,00 €	2.451.827.257,00 €	2.226.248.254,00 €	1.889.934.543,00 €	1.876.322.697,00 €	13.274.423.306,00 €	8,14%
Produtos das indústrias químicas ou das indústrias conexas	1.940.319.147,00 €	917.243.021,00 €	1.916.269.967,00 €	833.030.349,00 €	1.850.270.222,00 €	828.155.112,00 €	8.285.287.818,00 €	5,08%
Plástico e suas obras; borracha e suas obras	3.460.883.916,00 €	782.969.232,00 €	3.343.193.351,00 €	823.353.375,00 €	3.072.885.956,00 €	735.863.818,00 €	12.219.149.648,00 €	7,50%
Pastas de madeira ou de outras matérias fibrosas celulósicas; etc.	1.858.843.093,00 €	819.524.736,00 €	1.774.024.243,00 €	773.303.932,00 €	1.699.322.264,00 €	754.172.932,00 €	7.679.191.200,00 €	4,71%
Matérias têxteis e suas obras	4.374.185.194,00 €	939.676.749,00 €	4.327.344.872,00 €	896.996.303,00 €	4.241.960.642,00 €	793.831.686,00 €	15.573.995.446,00 €	9,55%
Calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante, etc.	1.718.068.475,00 €	296.492.983,00 €	1.765.476.555,00 €	296.942.524,00 €	1.741.903.053,00 €	277.169.096,00 €	6.096.052.686,00 €	3,74%
Metais comuns e suas obras	3.609.515.418,00 €	993.674.026,00 €	3.255.882.577,00 €	1.073.898.761,00 €	2.763.621.803,00 €	922.478.886,00 €	12.619.071.471,00 €	7,74%
Máquinas e aparelhos, material eléctrico, e suas partes; etc.	6.052.160.661,00 €	2.240.817.714,00 €	6.104.168.184,00 €	2.325.751.111,00 €	5.745.627.775,00 €	1.972.882.240,00 €	24.441.407.685,00 €	14,99%
Material de transporte	7.383.845.725,00 €	856.520.081,00 €	5.496.686.253,00 €	1.096.593.571,00 €	4.920.032.501,00 €	761.156.905,00 €	20.514.835.036,00 €	12,58%
(...)								
Total	44.099.086.514,00 €	13.859.073.371,00 €	40.790.904.709,00 €	14.227.082.988,00 €	37.589.611.378,00 €	12.449.229.852,00 €	163.014.988.812,00 €	-

Fonte: Adaptado do INE, 2019.

Considerando o peso dos valores totais, é possível verificar que os produtos presentes no top 10 constituem 79,92% do valor total exportado, tendo as máquinas e aparelhos, material elétricos e suas partes, etc., como os bens mais exportados pelas empresas portuguesas, com uma percentagem de 14,99%, seguidos pelo material de transporte, com 12,58%. Distingue-se ainda o calçado, chapéus e artefactos de uso semelhante, etc. e as pastas de madeira ou de outras matérias fibrosas celulósicas como os produtos com menor peso no top 10 do total das exportações, com percentagens de 3,74% e 4,71%, respetivamente.

A partir dos dados já apresentados, elaborou-se ainda o seguinte gráfico, procurando demonstrar visualmente a evolução total das exportações, assim como a evolução das exportações para o mercado comunitário e para o mercado extracomunitário para o período de 2014 a 2018:

Gráfico 1 - Evolução das Exportações.



Fonte: Elaborado pela autora, 2019.

Relativamente à evolução do valor faturado com a Exportação Intra-UE, denotou-se que este tem vindo a aumentar de forma constante ao longo do período de análise, a par com a evolução da exportação total registada.

No entanto, na Exportação Extra-EU, foi detetado um decréscimo de montante faturado de 2014 a 2016 e posteriormente em 2018, devido ao abrandamento económico do Brasil e Angola, que são dois dos principais parceiros comerciais de Portugal.

Em suma, embora se tenha verificado que as empresas portuguesas tendem a optar maioritariamente pela exportação para países da União Europeia (com maior proximidade geográfica com Portugal), mantendo assim uma posição conservadora, pode-se concluir que no geral o setor da exportação tem vindo a crescer ao longo dos últimos anos, contribuindo para um desenvolvimento sustentável da economia portuguesa e crescimento das próprias empresas exportadoras.

4.2. Objetivos do Estudo

Através deste estudo, procura-se identificar as variáveis que condicionam a forma como as empresas do setor exportador (para o mercado extracomunitário) se financiam. Além disso, pretende-se ainda proceder à comparação dos resultados obtidos com os de Franco (2017), que procurou identificar os determinantes da estrutura financeira das empresas

portuguesas exportadoras para o mercado comunitário. Esta comparação permitirá, em última análise, verificar se existem diferentes impactos relativamente à estrutura de capitais, quando uma empresa portuguesa se internacionaliza para a União Europeia ou para fora desta.

Nesse sentido, e tendo em consideração as diversas teorias anteriormente referidas no enquadramento teórico, procura-se validar a sua aplicação nas empresas do setor exportador para o mercado extracomunitário, nomeadamente:

- O efeito de alavancagem financeira, de acordo com os trabalhos de Modigliani e Miller, e a sua influência na decisão das estruturas de capital;
- O efeito fiscal a obter com o financiamento, assim como com os outros benefícios fiscais possíveis associados a amortizações e depreciações;
- O risco e os custos associados à possibilidade de falência na forma como podem condicionar a estrutura de financiamento;
- Os custos de agência e mais concretamente a notoriedade e a especificidade dos ativos e a sua influência na estrutura financeira;
- A assimetria da informação e como esta promove a hierarquização das fontes de financiamento;
- A estratégia implementada pelas empresas e os recursos utilizados na atividade e o seu impacto na estrutura financeira.

É de salientar, a ausência da teoria relacionada com o *Market Timing* nos objetivos definidos. Esta teoria, embora mencionada na revisão de literatura, destina-se essencialmente a empresas cotadas, que em Portugal não apresentam um peso considerável no universo empresarial, não fazendo parte na maioria dos casos, na amostra a estudar.

4.3. Hipóteses de Investigação e Variáveis a Utilizar

De modo a identificar-se as condicionantes da estrutura de capital das empresas do setor exportador para o mercado extracomunitário em Portugal, procedeu-se à definição das hipóteses de investigação, com base na revisão de literatura e nos objetivos anteriormente mencionados. As hipóteses e as variáveis do estudo, são idênticas às utilizadas por Franco (2017), de forma a obterem-se resultados comparáveis entre si.

4.3.1. O Efeito de Alavanca Financeiro de Modigliani e Miller (EAF)

$$\text{EAF} = \text{ROI} - \text{Custo Financeiro} \quad (6)$$

De acordo com o estudo de Modigliani e Miller (1958), as empresas devem recorrer a capital de terceiros quando a rentabilidade gerada pelos seus excedentes for superior aos seus custos de financiamento, permitindo assim a diminuição de investimento de capital por parte dos proprietários e uma maior rentabilidade para os mesmos, através do efeito de alavanca financeiro.

No cálculo do ROI (*Return On Investment*), consideraram-se os resultados operacionais e o ativo líquido, que representam os fluxos gerados pelo negócio (Teixeira, 2013). Subsequentemente, o custo de financiamento foi determinado pelo quociente entre os custos e perdas financeiras e o passivo.

No entanto, salienta-se que através do seu estudo, Franco (2017) determinou o oposto, evidenciando que quanto maior for a rentabilidade da empresa, menor é o seu endividamento.

Posto isto, a primeira hipótese a validar, relaciona o ROI, com o custo de financiamento das empresas do setor exportador para mercados extracomunitários:

Hipótese 1: *Quanto maior for a diferença entre a rentabilidade gerada e o custo de financiamento, maior é o peso do passivo nas fontes de financiamento.*

4.3.2. Teoria *Trade-off* e o Efeito Fiscal

No que respeita ao efeito fiscal, vamos ter em consideração duas variáveis independentes: a taxa efetiva de imposto e os outros benefícios fiscais.

Taxa Efetiva de Imposto (TEI)

$$\text{TEI} = \text{Imposto Sobre o Rendimento (IRC)} / (\text{Resultado Líquido} + \text{IRC}) \quad (7)$$

Diversos autores, tais como Haugen e Sebert (1986), Booth et al. (2001) e Antoniou et al. (2002), vieram evidenciar a existência de uma relação positiva entre a variável taxa de imposto sobre o rendimento e o rácio de endividamento. Segundo os próprios, esta relação deriva do facto de os juros financeiros poderem ser deduzidos fiscalmente, o que incentiva as empresas a endividarem-se, sendo maior o benefício quanto maior for a taxa de imposto exigida pelo Estado.

Contudo, Franco (2017) constatou que as empresas que apresentam maior taxa de imposto, têm menor nível de endividamento, pois o aumento excessivo da taxa de imposto provoca uma diminuição drástica nos resultados gerados pela empresa, acabando por ser necessário aumentar o seu custo de capital e gerando assim uma relação negativa entre a variável taxa de imposto sobre o rendimento e o rácio de endividamento.

A taxa de imposto sobre o rendimento é então calculada em função da relação entre o imposto sobre o rendimento das pessoas coletivas e o resultado antes de impostos, sendo a hipótese a validar a considerada pelos autores iniciais:

Hipótese 2: *A taxa efetiva de imposto apresenta uma relação positiva com o nível de endividamento.*

Outros Benefícios Fiscais (OBF) que não o de Endividamento

$$\text{OBF} = \text{Log (amortizações e depreciações do Exercício)} \quad (8)$$

No que diz respeito à variável Outros Benefícios Fiscais (OBF), os autores DeAngelo e Masulis (1980), Kim e Sorensen (1986), Gama (2000) e Bontempi (2002) defendiam a existência de uma relação negativa entre a variável OBF e o rácio de endividamento.

Contudo, outros autores, tais como Bradley et al. (1984), Friend e Lang (1988), Michaelas et al. (1999) e Franco (2017) vieram contrariar esse pensamento, afirmando que existia uma relação positiva entre a variável OBF e o rácio de endividamento, devido à necessidade da empresa em se endividar para financiar investimentos estratégicos efetuados pela mesma.

Desta forma, partindo do pressuposto que a possibilidade de obtenção de benefícios fiscais condiciona as decisões de financiamento das empresas, iremos considerar que o rácio de endividamento irá diminuir consoante o aumento dos custos não desembolsáveis (amortizações e depreciações) aceites fiscalmente. Sendo a hipótese a validar a seguinte:

Hipótese 3: *O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com outros benefícios fiscais que não o de endividamento.*

4.3.3. Teoria *Trade-off* e os Custos de Falência

Relativamente aos custos de falência, vamos ter em atenção quatro variáveis independentes, sendo estas o custo de financiamento, o risco do negócio, a dimensão e o peso dos ativos tangíveis.

Custo de Financiamento (CF)

$$CF = \text{Custos Financeiros} / \text{Passivo} \quad (9)$$

Na Teoria do *Trade-off* é referido que uma empresa deve endividar-se até ao limite onde o benefício fiscal sobre a dívida compense os custos de financiamento, havendo assim um equilíbrio entre o nível de endividamento e o aumento de valor da empresa. Contudo, se a empresa ultrapassar esse limite fica sujeita ao aumento do risco financeiro, e consequentemente à diminuição da rentabilidade gerada para os proprietários e ao aumento do custo do capital alheio, resultante do aumento da probabilidade de falência (Myers, 1984).

No seu estudo, Franco (2017) comprovou que as empresas que apresentam mais custos de financiamento, têm maior nível de endividamento. Assim, é pretendido na hipótese seguinte evidenciar uma relação positiva entre os custos financeiros e o peso do passivo (Myers, 1984).

Hipótese 4: *Quanto maior for o custo financeiro, maior é o peso do passivo no financiamento da atividade.*

Risco do Negócio (RN)

$$RN = \text{Coeficiente de Variação de Pearson do VN} = \text{Desvio Padrão do VN} / \text{Média do VN} \quad (10)$$

Segundo a Teoria do *Trade-Off*, as empresas com maior probabilidade de não cumprirem com os seus compromissos são aquelas ao qual está associado um maior risco de negócio. Nesse sentido, para determinar esse risco, iremos utilizar o coeficiente de variação de Pearson do volume de negócio dado pelo rácio entre o desvio padrão do volume de negócios sobre a média do volume de negócios (Kim e Sorensen, 1986).

No que respeita à relação entre a variável risco do negócio e o rácio de endividamento, existem resultados contraditórios por parte de diversos autores. De acordo com Kim e

Sorensen (1986), Michaelas *et al.* (1999), Mutenheri e Green (2002) e Franco (2017) existe uma relação positiva entre esta variável e o rácio de endividamento. No entanto, Bradley *et al.* (1984), Friend e Lang (1988), Jensen *et al.* (1992), Chung (1993), Cassar e Holmes (2003) e Nivorozhkin (2003), determinaram uma relação negativa entre o risco de negócio e o rácio de endividamento. Esta contradição de resultados é justificada pela dificuldade de medição do risco de negócio, levando assim a uma incerteza quanto aos resultados obtidos nos vários estudos.

Para além disso, houve ainda estudos que comprovaram a não relação entre esta variável e o rácio de endividamento, tais como Kester (1986), Titman e Wessels (1988), Gardner e Trzcinka (1992), Boyle e Eckhold (1997), Drobetz e Fix (2003), Sogorb-Mira e Garcia (2003) e Deesomsak *et al.* (2004).

Posto isto, é esperado que empresas que apresentem menores níveis de endividamento, apresentem também maior risco de negócio. Assim, a hipótese a validar é a seguinte:

Hipótese 5: O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o risco/incerteza dos seus resultados.

Dimensão (DIM)

$$\text{DIM} = \text{Logaritmo do volume de negócios} \quad (11)$$

De acordo com a Teoria do *Trade-off*, empresas com maior dimensão têm maior probabilidade de possuir ativos que possam servir de garantias colaterais perante as instituições financeiras, incorrendo assim em menores custos de insolvência. Desta forma, esta variável acaba por ser um fator determinante para os gestores nas tomadas de decisão acerca da estrutura de capitais. Nesse sentido, a dimensão da empresa poderá facilitar quaisquer negociações entre as empresas e as instituições financeiras relativas à obtenção de crédito, tanto a nível de valores, prazos e taxas de juro (Teixeira e Parreira, 2012).

Conforme os trabalhos de Lowe *et al.* (1994), Homaifar *et al.* (1994), Barclay e Smith, (1995), Rajan e Zingales (1995), Jong e Veld (2001), Goyal *et al.* (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003) e Deesomsak *et al.* (2004), a variável dimensão é determinada pelo logaritmo do ativo total líquido ou do volume de negócios e apresenta uma relação positiva com o endividamento.

Contrariamente aos resultados obtidos pelos autores anteriormente referidos, Titman e Wessels (1988), Munro (1996), Frank e Goyal (2003) e Franco (2017), defendem uma relação negativa entre a variável dimensão e o nível de endividamento de uma empresa.

Contudo, em termos de hipóteses, iremos considerar que a variável dimensão influencia de forma positiva o nível de endividamento da empresa. Por outro lado, em termos de cálculos, irá ser utilizado o logaritmo do volume de negócios. Assim, a hipótese a validar é a seguinte:

Hipótese 6: *A dimensão da empresa está positivamente relacionada com o nível de endividamento.*

Capacidade para Prestar Garantias Colaterais (GC)

$$GC = \text{Ativo Tangível Líquido} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (12)$$

Esta variável diz respeito à composição dos ativos das empresas e da sua capacidade em serem utilizados como garantias colaterais na obtenção de crédito. Ou seja, quanto mais valioso for o ativo que a empresa apresente como garantia colateral junto das instituições financeiras, maior será a capacidade de obtenção de endividamento desta.

No âmbito da capacidade para prestar garantias colaterais, são ainda estudados aspetos referentes à teoria de agência e à Teoria *Pecking Order*. No que respeita à primeira teoria, os autores Jensen e Meckling (1976) sugerem que os custos de agência tendem a diminuir quanto maior for o peso dos ativos utilizados pelas empresas como garantia colateral. Isto porque, devido ao menor risco, as instituições financeiras não exercem tanto controlo de gestão e vigilância às empresas. Por outro lado, tendo como base a teoria *pecking order*, verifica-se que as empresas com mais garantias colaterais recorrem mais a endividamento, devido à diminuição da assimetria da informação, uma vez que os credores apresentam menos dificuldades para determinar o valor dos ativos das empresas.

Em termos de relação entre esta variável e o rácio de endividamento, vários autores, tais como Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas et al. (1999), Bontempi (2002), Pitman (2002), Cassar e Holmes (2003) e Frank e Goyal (2003), evidenciaram uma relação positiva entre o peso dos ativos tangíveis e o rácio de endividamento. Contudo, os autores Nivorozhkin (2003) e Franco (2017) detetaram uma relação negativa entre a composição do ativo e o rácio de endividamento.

Assim, para determinar esta variável, iremos utilizar o rácio do ativo tangível líquido sobre o ativo total líquido, esperando obter um resultado positivo entre a relação da capacidade para prestar garantias colaterais e o rácio de endividamento, sendo a hipótese a validar a seguinte:

Hipótese 7: *O nível dos ativos tangíveis está positivamente relacionado com o nível de endividamento.*

4.3.4. Teoria dos Custos de Agência

Reputação (REP)

$$\text{REP} = \text{Número de Anos de Atividade} \quad (13)$$

Nos seus estudos, Diamond (1989) e Ang (1991) evidenciam que os gestores das empresas com maior notoriedade apresentam um cuidado redobrado aquando da análise de projetos e decisões de financiamento. Segundo os autores, para manter o reconhecimento que as empresas têm no mercado e salvaguardar a sua reputação, os gestores acabam por optar por projetos mais seguros ao invés de projetos mais arriscados.

Nesse sentido, e partindo do pressuposto que empresas com muitos anos de funcionamento, apresentam maior capacidade de solvência, é possível designar a longevidade das empresas como um indicador de bom desempenho junto dos credores e de uma maior notoriedade junto do mercado. Este bom desempenho, proporciona assim uma diminuição de conflitos entre proprietários, gestores e credores, assim como facilita possíveis negociações das empresas junto das instituições financeiras.

Franco (2017) constatou no seu estudo referente às empresas que exportam para o mercado comunitário, que a variável reputação apresenta um coeficiente negativo, o que significa que empresas mais antigas têm menos endividamento, e vice-versa.

Para se medir a reputação de uma empresa, iremos considerar, tal como foi utilizado em diversos estudos (por exemplo, Diamond, 1989; Ang, 1991; Vilabella e Silvosa, 1997), o número de anos de vida de uma empresa, partindo do pressuposto inicial de uma relação positiva entre a variável reputação e o rácio de endividamento, sendo a hipótese a validar a seguinte (Booth et al. 2001):

Hipótese 8: *O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com a sua reputação perante o mercado.*

Especificidade dos Ativos – Ativos Intangíveis (AI)

$$AI = \text{Ativo Intangíveis} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (14)$$

Segundo Balakrishnan e Fox (1993), uma empresa pode vir a ter dificuldade na obtenção de financiamento externo, quando dispõe de ativos com características específicas. Esta especificidade, faz com que os ativos sejam adequados apenas a determinados tipos de negócios e, portanto, não possam ser utilizados como garantias colaterais para a generalidade dos negócios. Neste sentido, os autores evidenciaram uma relação negativa entre os ativos intangíveis e o rácio de endividamento.

Para medir a especificidade dos ativos, pode-se recorrer a duas fórmulas (Balakrishnan e Fox, 1993): ativo intangível sobre o ativo total líquido ou investimento em investigação e desenvolvimento sobre o ativo. Relativamente à segunda fórmula, Jordan et al. (1998) referem que está muito associada à inovação e que as empresas mais inovadoras tendem a apresentar menos capital externo.

Contudo, muitas empresas consideram os custos de investigação e desenvolvimento como custos correntes do exercício, dificultando, posteriormente, a identificação desses custos na contabilidade das empresas a estudar. Assim, iremos ter por base a primeira fórmula apresentada, nomeadamente, a relação entre o ativo intangível e o ativo total líquido.

Dos resultados a obter, Williamson (1988), Titman e Wessels (1988), Alonso (2000) e Franco (2017), realçam uma relação negativa entre esta variável e o rácio de endividamento. Contudo, Myers (1977), defende uma relação positiva entre ambos. Desta forma, temos a seguinte hipótese a validar:

Hipótese 9: A especificidade dos ativos intangíveis apresenta uma relação negativa com o nível de endividamento.

4.3.5. Teoria da Assimetria da Informação (Teoria Pecking Order)

Rendibilidade (REND)

$$REND = \text{Resultados Operacionais} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (15)$$

A relação entre a rendibilidade e o rácio de endividamento altera-se consoante as teorias a considerar. Por exemplo, na teoria da assimetria de informação, esta tende a ser positiva, pois qualquer recurso a capital alheio é interpretado pelo mercado como um sinal de confiança (Ross, 1977). Por outro lado, na teoria de pecking order, a relação tende a ser negativa. Isto devido ao aumento da capacidade de autofinanciamento da empresa em virtude do seu aumento de rendibilidade, o que faz com que a empresa dê prioridade aos recursos que gera internamente ao invés dos recursos externos (Myers, 1984).

No que respeita à fórmula de cálculo da rendibilidade, iremos utilizar os resultados operacionais sobre o ativo total líquido (ROI), fórmula esta que já foi utilizada por diversos investigadores deste tema, tais como, Arias, et al. (2000), Bevan e Danbolt (2002), Bougateg e Chichti (2010) e Franco (2017).

Em termos de resultados obtidos, a maioria dos autores constatou uma relação negativa entre a rendibilidade e o rácio de endividamento (Kim e Sorensen, 1986; Baskin, 1989; Chung, 1993; Rajan e Zingales, 1995; Michaelas et al., 1999; Hovakimian et al., 2001; Goyal et al, 2002; Bevan e Danbolt, 2002; Cassar e Holmes, 2003; Frank e Goyal, 2003; Nivorozhkin, 2003; e Franco, 2017). No entanto, Pittam (2002) verificou a existência de uma relação positiva entre a variável e o rácio de endividamento.

Posto isto, a hipótese a validar é a seguinte:

Hipótese 10: *O nível de endividamento da empresa está negativamente associado com o seu nível de rendibilidade.*

O Nível de Crescimento da Atividade (CRESC)

$$\text{CRESC} = \text{Taxa de Crescimento Anual do Ativo Total Líquido} \quad (16)$$

Relativamente a esta variável, Baskin (1989) defende a existência de uma relação positiva entre o nível de crescimento da atividade e o rácio de endividamento. Segundo o autor, o aumento do investimento numa empresa é um dos fatores que pode contribuir para o crescimento da mesma. Contudo, esse investimento necessita de ser financiado, o que poderá levar a empresa a recorrer a capital de terceiros, caso os seus fundos internos não sejam suficientes para cobrir essa necessidade.

Nesse sentido, vários estudos evidenciam uma relação positiva entre esta variável e o rácio de endividamento, tais como Baskin (1989), Michaelas et al. (1999), Gama (2000),

Goyal et al. (2002) e Cassar e Holmes (2003). Contudo, Gardner e Trzcinka (1992), Mehram (1992), Chung (1993) e Franco (2017) vieram constatar uma relação negativa entre ambas.

Como forma de cálculo, iremos recorrer à taxa de crescimento do ativo, também utilizado por Hall et al, (2000) e Gama (2000).

Hipótese 11: *O nível de endividamento da empresa está positivamente associado com o seu nível de crescimento.*

4.3.6. Teoria do Posicionamento Estratégico

Setor de Atividade (SA)

SA = Variável nominal (0 e 1) que enquadra as empresas nas diferentes atividades consideradas (17)

De acordo com o estudo de Brailsford et al. (2002), existe uma relação entre a variável setor de atividade e a Teoria do Posicionamento Estratégico. Segundo os autores, empresas do mesmo setor de atividade tendem a apresentar rácios de endividamento semelhantes. Este aspeto deve-se ao facto, de as decisões estratégicas dessas empresas seguirem a mesma linha de pensamento, por estarem perante as mesmas condições de mercado, tais como, o risco, as regulamentações do setor e os custos.

Outro estudo a realçar, é o de Titman e Wessels (1988), que vieram evidenciar uma relação negativa entre o rácio de endividamento e o setor das indústrias que se dedicam à produção de bens específicos. No entender dos mesmos, os custos associados à produção e à especificidade dos produtos dificultam o seu uso como garantias colaterais.

Em simultâneo, Williamson (1988), desenvolveu a Teoria dos Custos de Transação, onde defende que a empresa tende a financiar os seus ativos específicos através de capital próprio, para que os proprietários possam exercer um maior controlo sobre os mesmos, optando posteriormente por financiar os seus ativos mais comuns com capital alheio.

Houve ainda outros autores que procuraram estudar esta relação, tendo obtido, no caso de Bowen et al. (1982), Bradley et al. (1984), Shenoy e Koch (1996) e Michaelas et al. (1999), uma relação negativa entre esta variável e o rácio de endividamento presente nos diversos setores de atividade. Franco (2017), por sua vez, verificou que características específicas das empresas do setor exportador (tais como risco, investimentos, entre outros) influenciam o nível de endividamento na sua estrutura de capital.

No que respeita a esta investigação, e por o setor de exportação ser constituído por diversas indústrias, iremos considerar uma variável nominal constituída pelos valores 0 e 1 para identificar as empresas com códigos de atividade inseridos nas respetivas divisões da Classificação das Atividades Económicas (Revisão 3).

Posto isto, a última hipótese de investigação a validar, passa por verificar se as características presentes nas empresas do setor exportador condicionam o rácio de endividamento das mesmas:

Hipótese 12: As características específicas das atividades condicionam a estrutura financeira adotada pelas empresas.

4.3.7. Variável Dependente Representativa do Nível de Endividamento

$$\text{Endividamento total (ET)} = \text{Passivo} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (18)$$

$$\text{Endividamento curto prazo (ECP)} = \text{Passivo corrente} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (19)$$

$$\text{Endividamento médio e longo prazo (EMLP)} = \text{Passivo não corrente} / \text{Ativo Total Líquido} \quad (20)$$

Com base nas diversas teorias estudadas, foram definidas várias hipóteses que procuram averiguar se existe alguma relação entre o rácio de endividamento e as proposições decorrentes das diversas teorias.

Tal como em diversos estudos realizados, por exemplo, Rajan e Zingales (1995), Titman e Wessels (1988), Booth et al. (2001), Brito e Lima (2005), Fama e French (2005) e Couto e Ferreira (2010), nesta investigação irá ser utilizada como variável dependente o rácio de endividamento. Contudo, irá ainda ser analisada a relação entre o peso dos passivos de curto prazo e de médio e longo prazo nas fontes de financiamento, com as diversas variáveis independentes apresentadas, de forma a evidenciar se as teorias apresentadas conseguem também explicar a maturidade do endividamento.

De seguida, é apresentada uma tabela onde se resumem os resultados de investigação que se esperam obter em cada uma das hipóteses:

Tabela 4 - Resumo das Hipóteses e Variáveis Independentes.

Hipóteses	Determinantes	Sigla e Fórmula	Tipo de Relação	Teoria Correspondente	Referências Bibliográficas
H1	Efeito de Alavanca Financeiro MM	EAF = ROI – Custo Financeiro	+	Modelo original de MM	Modigliani e Miller (1958)
H2	Taxa Efetiva de Imposto	TEI = Imposto Sobre o Rendimento (IRC) / (Resultado Líquido + IRC)	+	Trade-Off - Efeito Fiscal	Haugen e Seibert (1988), Booth et al. (2001) e Antoniou et al. (2002)
H3	Outros Benefícios Fiscais	OBF = Log (Amortizações e Depreciações do Exercício)	-	Trade-Off - Efeito Fiscal	DeAngelo e Masulis (1980), Kim e Sorensen (1986), Gama (2000) e Bontempi (2002)
H4	Custo de Financiamento	CF = Custos Financeiros / Passivo	+	Trade-Off Custos de Agência	Modigliani e Miller (1958)
H5	Risco do Negócio	R.N = Coeficiente de Variação de Pearson das Vendas = Desvio Padrão das Vendas/ Média das Vendas	-	Trade-Off Custos de Agência	Bradley et al. (1984), Friend e Lang (1988), Jensen et al. (1992), Chung (1993), Cassar e Holmes (2003) e Nivorozhkin (2003)
H6	Dimensão	DIM = Logaritmo do volume de negócios	+	Trade-Off Custos de Agência	Lowe et al. (1994), Homaifar et al. (1994), Barclay e Smith (1995), Rajan e Zingales (1995), Jong e Veld (2001), Goyal et al. (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003) e Deesomsak et al. (2004)
H7	Capacidade para Prestar Garantias Colaterais	GC = Ativo Tangível Líquido / Ativo Total Líquido	+	Trade-Off Custos de Falência Custo de Agência	Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas et al. (1999), Bontempi (2002), Pitman (2002), Cassar e Holmes (2003) e Frank e Goyal (2003)
H8	Reputação	REP = Número de Anos de Atividade	+	Custo de Agência	Booth et al. (2001)
H9	Ativos Intangíveis	AI = Ativo Intangíveis / Ativo Total Líquido	-	Custo de Agência	Williamson (1988), Titman e Wessels (1988) e Alonso (2000).
H10	Rendibilidade	REND1 = Resultados Operacionais / Ativo Total Líquido	-	Assimetria de Informação Pecking Order	Kim e Sorensen (1986), Baskin (1989), Chung (1993), Rajan e Zingales (1995), Michaelas et al. (1999), Hovakimian et al. (2001), Goyal et al. (2002) Bevan e Danbolt (2002), Cassar e Holmes (2003), Frank e Goyal (2003) e Nivorozhkin (2003)
H11	Crescimento	CRESC = Taxa de Crescimento Anual do Ativo Total Líquido	+	Assimetria de Informação Pecking Order	Baskin (1989), Michaelas et al. (1999), Gama (2000), Goyal et al. (2002) e Cassar e Holmes (2003)
H12	Setor de Atividade	SA	-/+	Posicionamento Estratégico	Bowen et al. (1982), Bradley et al. (1984), Titman e Wessels (1988) Shenoy e Koch (1996) e Michaelas et al. (1999) e Brailsford et al. (2002).

Fonte: Adaptado de Franco, 2017.

4.4. Metodologia a adotar

4.4.1. Amostra

Para o desenvolvimento da parte empírica deste trabalho, recorreu-se à análise das 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário, tendo por base o critério do volume de negócios. Das 250 empresas estudadas, 7 fazem parte da Divisão B – Indústrias Extrativas, 150 são da Divisão C – Indústrias Transformadoras, 4 são da Divisão F – Construção, 79 são da Divisão G - Comércio e reparação de veículos, 1 é da Divisão J - Atividades de informação e comunicação, 2 são da Divisão L - Atividades imobiliárias e 7 são da Divisão M - Atividades de consultoria.

Os dados em questão foram extraídos da base de dados SABI (Sistema de Análise de Balanços Ibéricos) e dizem respeito ao último ano disponível (2018). A sua extração foi efetuada durante o mês de outubro de 2019, na Escola Superior de Ciências Empresariais.

A quantidade da amostra estudada coincidiu com a utilizada pelo Franco (2017), que procurou analisar as 250 maiores empresas portuguesas exportadoras para o mercado comunitário. Pretende-se assim, comparar os resultados obtidos em ambos os estudos, de forma a verificar se existem diferenças significativas no que respeita à estrutura financeira das empresas exportadoras para os mercados comunitário e extracomunitário.

4.4.2. Técnicas estatísticas

Após definida a amostra e especificadas as variáveis (dependentes e independentes) a utilizar, procedeu-se ao tratamento dos dados no programa estatístico Eviews. Para a realização do estudo, foram utilizados modelos de regressão linear múltipla, que pretendem evidenciar as relações existentes entre o nível de endividamento e as características financeiras das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário. De seguida, apresenta-se o modelo de regressão linear múltipla a utilizar:

$$Y_{i,t} = \beta_0 + \sum \beta_k X_{ki,t} + \varepsilon_{i,t}$$

Legenda:

$Y_{i,t}$ = medida de endividamento da empresa i no ano t ;

β_0 = constante;

β_k = parâmetro estimado pelo modelo;

X = vetor das variáveis explicativas;

$\varepsilon_{i,t}$ = erro aleatório.

O vetor das variáveis explicativas (independentes), inclui K fatores, ($K = 1, \dots, 12$), que são os seguintes:

- Efeito de alavanca financeiro;
- Taxa efetiva de imposto;
- Outros Benefícios Fiscais que Não o de Endividamento;
- Custo de financiamento;
- Risco de negócio;
- Dimensão;
- Garantias colaterais;
- Reputação;
- Especificidade dos ativos;
- Rendibilidade;
- Crescimento;
- Setor de atividade.

É de salientar, que os diversos modelos de regressão utilizados para explicar o nível do endividamento total, de curto e médio e longo prazos, foram sujeitos a vários processos de validação (Pinto e Curto, 1999):

- Avaliação do valor do coeficiente de correlação linear entre a variável dependente e cada uma das variáveis independentes, através da análise gráfica dos resíduos e dos valores estimados da variável dependente;
- Análise da existência de heterocedasticidade através da homogeneidade da variância;
- Normalidade dos erros que foi verificada através da representação gráfica e do teste Jarque-Bera;
- Análise da multicolinearidade, através da observação dos coeficientes de correlação de Pearson.

4.5. Análise e Discussão de Resultados

Neste ponto, pretende-se apresentar os resultados obtidos relativamente às hipóteses inicialmente definidas, e discutir se permitem validar os pressupostos relativos às diversas teorias abordadas ao longo do trabalho.

Como anteriormente referido, foram realizados diversos testes para verificar a robustez dos modelos de regressão linear utilizados, do qual se salienta a seguinte informação:

- Multicolinearidade: através da matriz de correlações das variáveis estudadas, verificou-se que não existem relações fortes entre as variáveis, com exceção do efeito de alavanca financeiro (hipótese 1) que apresentou uma forte correlação com a rentabilidade (hipótese 10). Assim, para não se comprometer a validade dos modelos, optou-se por retirar a variável do efeito de alavanca financeiro dos modelos, uma vez que apenas a variável rentabilidade é utilizada em outras hipóteses de investigação;
- Homogeneidade da variância: dos três modelos estudados, apenas o relativo ao passivo de curto prazo não apresentou heterocedasticidade. Foi utilizado o teste de White para se verificar a significância das variáveis com os desvios padrões robustos. Assim, apresentam-se os resultados dos modelos já corrigidos pelos resultados do teste de White;
- Normalidade dos erros: apenas o modelo que estudou o passivo de curto prazo apresentou normalidade. Contudo, pela dimensão da amostra, 250 empresas, considera-se que os resultados são robustos (Moutinho e Hutcheson, 2008);
- Linearidade da relação entre as variáveis do modelo: ao observar-se o gráfico de dispersão dos três modelos apresentados verifica-se que não existe relação linear entre nenhuma das variáveis dependentes analisadas e os resíduos.

De seguida, apresentam-se os resultados dos modelos de regressão, referentes às variáveis dependentes:

Tabela 5 - Resultados dos Modelos de Regressão.

Variáveis	Coeficientes			Desvio-padrão			Estatística t			p-value		
	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP
Constante	0,217	-0,001	0,218	0,156	0,095	0,148	1,395	-0,008	1,471	0,164	0,994	0,143
TEI	-0,013	0,011	-0,024	0,007	0,005	0,013	-1,800	2,441	-1,779	0,073	0,015	0,077
OBF	0,006	0,017	-0,011	0,011	0,006	0,01	0,561	2,986	-1,122	0,575	0,003	0,263
CF	1,696	2,230	-0,534	1,006	0,723	0,725	1,687	3,083	-0,737	0,093	0,002	0,462
RN	0,226	0,078	0,147	0,079	0,044	0,070	2,855	1,800	2,115	0,005	0,073	0,036
DIM	0,043	-0,004	0,046	0,015	0,009	0,014	2,786	-0,399	3,263	0,006	0,690	0,001
GC	-0,203	0,169	-0,372	0,100	0,060	0,074	-2,031	2,811	-5,005	0,043	0,005	0,000
REP	-0,001	-0,000	-0,001	0,001	0,000	0,001	-1,313	-0,488	-1,056	0,191	0,626	0,292
AI	0,098	0,424	-0,326	0,224	0,204	0,169	0,435	2,073	-1,933	0,664	0,039	0,055
REND	-0,653	-0,111	-0,541	0,101	0,073	0,094	-6,440	-1,533	-5,732	0,000	0,127	0,000
CRESC	-0,003	-0,004	0,001	0,006	0,003	0,005	-0,416	-1,230	0,233	0,678	0,187	0,816
Ind. Extrativa	-0,068	-0,053	-0,015	0,116	0,058	0,105	-0,585	-0,918	-0,139	0,559	0,360	0,890
Ind. Transformado	-0,083	-0,048	-0,035	0,075	0,039	0,079	-1,112	-1,234	-0,446	0,268	0,218	0,656
Comércio e reparação	-0,035	-0,033	-0,003	0,074	0,037	0,075	-0,479	-0,881	-0,038	0,632	0,379	0,970
Construção	-0,178	0,009	-0,187	0,142	0,078	0,120	-1,253	0,111	-1,549	0,211	0,912	0,123
Atividades de Informação	-0,318	-0,181	-0,137	0,080	0,054	0,204	-3,972	-3,324	-0,671	0,000	0,001	0,503
Atividades Imobiliárias	-0,041	-0,072	0,031	0,187	0,071	0,153	-0,218	-1,005	0,202	0,828	0,316	0,840

Fonte: Adaptado de Franco, 2017.

PT (Passivo total): $R^2 = 0,248575$; R^2 ajustado = 0,196302 e F de significância = 0,000000;

PMLP (Passivo médio e longo prazo): $R^2 = 0,337857$, R^2 ajustado = 0,291795 e F de significância = 0,000000;

PCP (Passivo curto prazo): $R^2 = 0,356011$, R^2 ajustado= 0,311211 e F de significância = 0,000000.

Como referido anteriormente, verificou-se que existia uma grande correlação entre o efeito de alavanca financeiro (EAF), relativo à hipótese 1, e a rendibilidade (hipótese 10). Por isso, o EAF não consta nos modelos finais. Contudo, de acordo os modelos originais que incluíam todas as variáveis, o EAF detinha coeficiente negativo, e era uma variável significativa. Modigliani e Miller (1958), referiam que se a rendibilidade fosse superior ao custo financeiro, as empresas deveriam financiar-se através de capital alheio, a fim de incrementarem o retorno para os proprietários. Nesse sentido, este trabalho de investigação evidencia o oposto, isto é, verifica-se que quanto maior é a rendibilidade menor é o endividamento.

No que diz respeito ao Passivo Total, o modelo corrigido com desvios padrões robustos, considera estatisticamente relevantes as seguintes variáveis: taxa efetiva de imposto (TEI), custo de financiamento (CF), risco (RN), dimensão (DIM), garantias colaterais (GC) e rendibilidade (REN). Para além disso, evidencia que as empresas da atividade informática apresentam um nível de endividamento substancialmente diferente dos restantes setores de atividade.

O modelo de regressão linear que estudou o passivo de médio a longo prazo, considera estatisticamente significativas as seguintes variáveis: taxa efetiva de imposto (TEI), outros benefícios fiscais (OBF), custo de financiamento (CF), risco (RN), garantias colaterais (GC) e ativos intangíveis (AI).

Por último, no modelo do passivo de curto prazo, foram consideradas como variáveis relevantes as seguintes: taxa efetiva de imposto (TEI), risco (RN), dimensão (DIM), garantias (GC), ativos intangíveis (AI) e rendibilidade (REND).

Ao nível dos modelos utilizados, e com o propósito de estudar-se a capacidade das variáveis independentes para explicarem o nível e a maturidade do endividamento, analisou-se o coeficiente R^2 ajustado. Assim, concluímos que o modelo que melhor explicou a variável dependente foi o modelo do passivo de curto prazo, com um R^2 ajustado de 31,12%. De seguida, surge o modelo do passivo de médio e longo prazo, que foi capaz de explicar aproximadamente 29,18% dos dados recolhidos. Em último lugar, surge o modelo que estudou o passivo total, cujo coeficiente R^2 ajustado é de 19,63%, o que significa que apenas cerca de 20% do do passivo total é explicado pelas variáveis independentes.

Analisando os resultados das variáveis independentes e os sinais dos seus coeficientes, podemos chegar a várias conclusões interessantes.

Em relação à variável taxa efetiva de imposto (TEI), observa-se (para o passivo total e para o passivo de curto prazo) que empresas que apresentam uma maior taxa de imposto, têm um menor nível de endividamento, contrariando a hipótese 2, que parte do princípio que o endividamento aumenta, quando a taxa efetiva de imposto também aumenta. O facto de maiores taxas de imposto exigirem maiores saídas monetárias, leva, não só à diminuição dos resultados líquidos, mas também à existência de menos fundos disponíveis. Tal, poderá incrementar o risco junto das entidades bancárias diminuindo o acesso ao endividamento. Ao nível do passivo de médio e longo prazo, para além de significativa, a TEI apresenta uma relação positiva com o endividamento com maior maturidade, o que poderá denotar uma maior propensão das empresas para a negociação de dívidas com maiores prazos de exigibilidade para garantirem custos financeiros maiores geradores de poupanças fiscais.

No que diz respeito à variável outros benefícios fiscais (OBF), apenas é significativa (com um coeficiente positivo) no modelo que estuda o passivo de médio e longo prazo. Assim, constatamos que as empresas que obtêm mais outros benefícios fiscais, apresentam um maior nível de endividamento, não se validando a hipótese 3, que referia que o aumento de outros benefícios fiscais diminuía a necessidade de aceder a financiamento. O facto de

existirem maiores outros benefícios fiscais, pode estar relacionado com aumento de investimento realizado pelas empresas, que incrementa também a necessidade de aceder a endividamento para cobrir o crescimento da atividade.

A variável custo de financiamento (CF), apresenta uma relação positiva e significativa com o passivo total e o passivo de médio e longo prazo. Assim, as empresas que apresentam mais custos de financiamento, também se endividam mais, o que vai ao encontro da hipótese 4, que defende uma relação positiva entre as duas variáveis. Este resultado, pode ser justificado pelo facto do resultado antes de impostos diminuir face ao aumento dos custos de financiamento, fazendo com que o resultado líquido do período também diminuía. Neste caso, sucede algo semelhante à da taxa efetiva de imposto (TEI), isto é, a empresa acaba por ver os seus fundos disponíveis diminuírem, o que as leva a ter que recorrer a financiamento externo caso necessitem de cobrir algum investimento mais avultado.

Em relação à variável risco de negócio (RN), verificamos que, em todos os modelos, esta apresenta uma relação positiva e significativa com o nível de endividamento. Ou seja, quanto maior for o risco de negócio, maior será o nível de endividamento das empresas, o que poderá estar associado à necessidade de cobrir défices de tesouraria derivados de diminuições da atividade, com o incremento do capital alheio. Este resultado contraria a hipótese 5, que referia que o risco de negócio está negativamente associado com o nível de endividamento.

Relativamente à variável dimensão (DIM), podemos verificar que tem uma relação positiva e significativa com o passivo total e o passivo de curto prazo, confirmando o pressuposto da hipótese 6, que referia que quanto maior for a dimensão da empresa, maior será o peso do financiamento no seu passivo. Tal realidade, pode dever-se ao facto de empresas de maior dimensão necessitarem de investimentos mais avultados, o que faz com que, tenham que recorrer a mais endividamento para conseguirem financiar esses mesmos investimentos.

A variável garantias colaterais com base no ativo (GC), verifica-se que apresenta uma relação negativa e significativa com o passivo total e o passivo de curto prazo. Assim, quanto maiores forem as garantias colaterais apresentadas pelas empresas, menor será o seu nível de endividamento total e de curto prazo. Este resultado não vai ao encontro do esperado na hipótese 7, que referia uma relação positiva entre as garantias colaterais e a variável dependente. Tal, poderá estar associado ao facto de que empresas com mais garantias colaterais (mais ativos que possam servir de garantia para o cumprimento de uma dívida financeira), apresentam mais custos de depreciação e amortização, que são custos que não

resultam numa saída efetiva de capital, ficando disponíveis mais fluxos de tesouraria, diminuindo a necessidade de financiamentos externos. Ao nível do passivo de médio e longo prazo, há uma relação positiva e significativa com as garantias colaterais, o que evidencia que estas favorecem o acesso a capital alheio com maior maturidade.

No que respeita à variável reputação (REP), os resultados não são estatisticamente significativos. No entanto, é possível verificar em todos os modelos utilizados, a existência de uma relação negativa entre a reputação da empresa e o seu nível de endividamento, não indo ao encontro do esperado na hipótese 8, que referia que as empresas com maior reputação junto do mercado (medida pelo número de anos de atividade das empresas), deveriam apresentar um maior peso de financiamento através do passivo. Esta relação negativa poderá ser explicada pelo facto de que as empresas com maior idade também apresentam uma maior capacidade de acumulação de resultados o que diminui a necessidade de recorrer a financiamento externo.

A variável ativos intangíveis (AI), apresenta relação significativa apenas com os passivos de curto prazo e de médio e longo prazo. Contudo, essa relação é negativa com os passivos de curto prazo e positiva com os passivos de médio e longo prazo. Sendo assim, a hipótese 9, que referia que quanto maior fosse o registo de ativos intangíveis da empresa, menor seria o seu nível de endividamento, não se verifica totalmente. Deste modo, parece haver evidências de que empresas com características mais singulares, têm mais acesso a endividamento com maior maturidade o que poderá favorecer a sua atividade, devido a uma menor pressão sobre a tesouraria.

Em relação à variável rendibilidade (REND), apresenta relação significativa e negativa com o passivo total e com os passivos de curto prazo. Assim, parece que existem evidências de que de quanto maior for a capacidade de autofinanciamento, menor a necessidade das empresas em recorrer a endividamento. Deste modo, verifica-se a relação esperada na hipótese 10, que estabelecia uma relação negativa entre a rendibilidade e o nível de endividamento. Através deste resultado, podemos assumir que as empresas, tal como explicado pela Teoria *Pecking Order*, têm preferência primeiramente pelo financiamento interno, optando posteriormente pelo recurso a financiamento externo.

Na variável crescimento (CRESC), os resultados não são estatisticamente significativos. Porém, pode-se observar que apresenta uma relação negativa com o passivo total e o passivo de médio e longo prazo e uma relação positiva com o passivo de curto prazo. Assim, não se verifica a hipótese 11 que, defendia uma relação positiva entre as variáveis.

Por último, analisou-se a variável setor de atividade (SA). Constatou-se que relativamente ao passivo total e ao passivo de médio e longo prazo, as empresas incluídas nas atividades informáticas apresentavam uma estrutura de capital significativamente diferente (o endividamento apresenta valores inferiores relativamente às restantes atividades). Deste modo, não se consegue sugerir com elevado nível de segurança que as características de cada setor influenciam a estrutura de capitais das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário.

Em suma, pode-se concluir que houve duas variáveis que não foram relevantes em nenhum dos modelos apresentados, sendo estas a reputação (REP) e o crescimento (CRESC).

De seguida, é apresentada uma tabela com o resumo dos resultados obtidos e com uma comparação relativamente ao estudo de Franco (2017) sobre as empresas exportadoras para o mercado comunitário.

Tabela 6 - Resumo dos Resultados de Ambos os Estudos.

Variáveis	Hipóteses Formuladas	Resultados dos Sinais dos Coeficientes			Resultados dos Sinais dos Coeficientes - Franco (2017)		
		PT	PMLP	PCP	PT	PMLP	PCP
EAF	(+)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)	(-)
TEI	(+)	(-)	(+)	(-)	(-)	(-) n/s	(-)
OBF	(-)	(+) n/s	(+)	(-) n/s	(+) n/s	(+)	(-) n/s
CF	(+)	(+)	(+)	(-) n/s	(+)	(+)	(-)
RN	(-)	(+)	(+)	(+)	(+) n/s	(+) n/s	(+) n/s
DIM	(+)	(+)	(-) n/s	(+)	(-) n/s	(-)	(+) n/s
GC	(+)	(-)	(+)	(-)	(-)	(+)	(-)
REP	(+)	(-) n/s	(-) n/s	(-) n/s	(-)	(+) n/s	(-)
AI	(-)	(+) n/s	(+)	(-)	(-) n/s	(-) n/s	(-) n/s
REND	(-)	(-)	(-) n/s	(-)	(-)	(-)	(-)
CRESC	(+)	(-) n/s	(-) n/s	(+) n/s	(+) n/s	(+) n/s	(+) n/s
SA	(-/+)	(-)	(+/-)	(+/-) n/s	(+/-)	(+/-)	(+/-)

Fonte: Adaptado de Franco, 2017.

Ao realizar-se a comparação com os resultados obtidos por Franco (2017), verificam-se algumas diferenças interessantes nas estruturas de capital das empresas exportadoras, consoante a atividade incida mais no mercado extracomunitário ou no mercado comunitário.

Nas empresas exportadoras para o mercado extracomunitário, a taxa efetiva de imposto apresenta uma relação positiva com o nível de endividamento de médio e longo prazo, enquanto nos *players* que têm o foco no mercado comunitário a relação é negativa. Deste modo, parece que as empresas que trabalham fora da Europa privilegiam o financiamento com maior maturidade para obterem maiores poupanças fiscais, enquanto que os outros competidores apresentam maior endividamento de curto prazo consoante a TEI seja superior, o que poderá evidenciar maior dificuldade na negociação de dívida com menor

exigibilidade devido a terem menos disponibilidade financeira (em virtude de pagarem mais impostos).

Nas empresas que atuam no mercado extracomunitário a variável risco do negócio é importante para explicar positivamente o nível de endividamento, enquanto nos competidores que vendem para o mercado comunitário essa variável não é relevante. Tal, poderá evidenciar que o risco é maior na atividade fora da Europa, o que leva as empresas a recorrer com maior assiduidade a endividamento para superar eventuais oscilações no negócio.

A variável dimensão apresenta uma relação positiva e significativa nas empresas que exportam para o mercado extracomunitário. Nas empresas que vendem para o mercado comunitário essa relação é negativa e não significativa. Assim, pode-se sugerir que as empresas que atuam nos mercados fora da União Europeia recorrem mais a endividamento para financiar os maiores volumes de investimento associados à dimensão do seu negócio.

Os ativos intangíveis são relevantes apenas para explicar o nível de endividamento das empresas que exportam para o mercado extracomunitário. Deste modo, parece existirem evidências de que a singularidade (por exemplo, a qualidade, a capacidade de adequação à medida e a inovação) é mais importante nestas empresas do que nos competidores que atuam sobretudo na União Europeia.

Por outro lado, verifica-se que no estudo de Franco (2017), as características dos diferentes setores de atividade eram importantes para explicar a estrutura de capitais das empresas que atuavam no mercado comunitário. Tal, não se verifica de forma tão intensa nas empresas que exportam para o mercado extracomunitário.

De notar ainda que, no estudo de Franco (2017), a variável reputação (REP) era significativa e apresentava uma relação negativa com o nível de endividamento total e de curto prazo. Nas empresas exportadoras para o mercado extracomunitário tal variável não é relevante para explicar a estrutura de capitais.

5. Conclusão

Com esta dissertação, pretendeu-se identificar quais os fatores que condicionam a forma como as empresas do setor exportador para o mercado extracomunitário se financiam. Sendo um tema vasto e bastante estudado, procedeu-se inicialmente à recolha de informação acerca das teorias já existentes e dos estudos já desenvolvidos, sendo esta pesquisa intitulada por revisão de literatura.

Primeiramente, analisaram-se as teorias desenvolvidas por Durand (1952) e Modigliani e Miller (1958), consideradas como as duas principais correntes no que respeita ao estudo da estrutura de capital. Estes últimos, após terem sido criticados por outros investidores, alegando que o seu estudo se baseava em pressupostos irrealistas, reformularam a sua teoria em 1963, reconhecendo os juros provenientes dos empréstimos bancários como encargos financeiros geradores de poupanças fiscais.

O desenvolvimento de duas correntes distintas e não universais acerca da estrutura de capital, impulsionou e incentivou novos investigadores a desenvolverem as suas próprias investigações. Entre estas destacam-se a Teoria *Trade-off* (defende a existência de uma estrutura ótima de capital, resultante do equilíbrio entre o valor atual do benefício fiscal e o valor atual dos custos derivados do aumento do recurso a capital alheio), a Teoria dos Custos de Agência (destaca a importância da análise de conflitos que surgem no seio das organizações devido às divergências de interesses entre os diversos agentes), a Teoria da Assimetria da Informação (defende a existência de acesso privilegiado dos gestores, ou “*insiders*”, a determinada informação que não é do conhecimento dos investidores, ou “*outsiders*”), a Teoria *Pecking Order* (defende a preferência dos gestores pela utilização de recursos internos como forma de financiar os seus investimentos, e assim, não darem qualquer informação para o exterior sobre o negócio), a Teoria baseada no Posicionamento Estratégico (defende que a estrutura de capital também depende das estratégias adotadas pelas empresas), a Teoria do *Market Timing* (refere que a estrutura de capital é influenciada pelas decisões dos gestores em aproveitar momentos ótimos do mercado para a emissão de ações ou de dívida). Para além destas, destaca-se ainda as Teorias sobre a Maturidade da Dívida, que evidenciam que o prazo de contratação de capital alheio está relacionado com um conjunto de características das empresas e das suas atividades.

Após a revisão de literatura, procedeu-se ao estudo empírico, onde se analisou o setor exportador para o mercado extracomunitário, comparando-o também com o setor exportador para o mercado comunitário. Assim, verificou-se uma evolução positiva nas exportações entre

os anos de 2014 a 2018, embora se tenha constatado que as exportações para o mercado extracomunitário tiveram uma ligeira diminuição no período de 2014 a 2018.

Em seguida foram definidos em pormenor os objetivos, as hipóteses e a metodologia de investigação, tendo-se identificado claramente a amostra a estudar, as técnicas estatísticas a utilizar, as fontes de informação e o período temporal a analisar.

Ao nível dos resultados de investigação, verificaram-se algumas conclusões interessantes.

O efeito de alavanca financeiro (EAF) apresentava uma relação negativa com o nível de endividamento, não confirmando os estudos desenvolvidos por Modigliani e Miller (1958).

A variável taxa efetiva de imposto (TEI), apresentou uma relação negativa com o passivo total e o passivo de curto prazo, não respeitando os pressupostos da Teoria *Trade-Off* relativamente ao Efeito Fiscal. Em termos de relevância, esta variável também era significativa, mas apresentava uma relação positiva com o endividamento, no modelo que estudou o passivo de médio e longo prazo.

A variável outros benefícios fiscais (OBF), apresentava uma relação significativa e positiva com o nível de passivo de médio e longo prazo, não se verificando novamente os pressupostos da Teoria *Trade-Off* sobre o Efeito Fiscal. Assim, não se evidenciou que custos não desembolsáveis maiores e aceites fiscalmente, levavam à contratação de menos endividamento.

A variável custo de financiamento (CF) é significativa e positiva no passivo total e no passivo de médio e longo prazo, cumprindo-se neste caso, os pressupostos das Teorias de *Trade-Off* e dos Custos de Agência, uma vez que se evidencia que os custos financeiros evoluem no mesmo sentido do nível de endividamento.

A variável risco de negócio (RN) influencia, de forma positiva e significativa, o nível de endividamento nos três modelos desenvolvidos, contrariando assim as Teorias *Trade-Off* e dos Custos de Agência, porque se partia do princípio que empresas com mais risco teriam menos acesso a financiamento.

A variável dimensão (DIM) apresenta uma relação positiva e significativa com o passivo total e o passivo de curto prazo, tal como estabelecem as Teorias *Trade-Off* e dos Custos de Agência, que defendem que quanto maior for a dimensão das empresas menor será o nível de risco associado e maior a capacidade de negociação de dívida.

A variável garantias colaterais (GC) é significativa para explicar o nível de endividamento nos três passivos apresentados e tem uma relação negativa com o passivo total e passivo de curto prazo e positiva com o passivo de médio e longo prazo. Deste modo, evidencia que a maturidade da dívida é influenciada pelo nível de garantias colaterais que as empresas podem apresentar, indo ao encontro das Teorias *Trade-Off*, dos Custos de Falência e dos Custos de Agência.

Com as variáveis reputação (REP) e ativos intangíveis (AI) procurou-se testar a Teoria dos Custos de Agência. Verificou-se que a variável reputação (REP) não é estatisticamente significativa para explicar as variáveis dependentes, assim como não apresenta uma relação positiva com as mesmas, contrariando a Teoria dos Custos de Agência. Quanto à variável ativos intangíveis (AI) observa-se que esta apenas não é significativa no estudo do passivo total, apresentando uma relação positiva com o passivo de médio e longo prazo e negativa com o passivo de curto prazo, confirmando parcialmente a Teoria dos Custos de Agência.

A variável rendibilidade (REND) evidenciou uma relação negativa entre a com o nível de endividamento nos três modelos apresentados, indo ao encontro das Teorias de Assimetria de Informação e *Pecking Order*.

A variável crescimento (CRESC) apresenta coeficientes negativos para o passivo total e passivo de médio e longo prazo, não cumprindo os pressupostos das Teoria de Assimetria de Informação e *Pecking Order*. No entanto, a variável não é relevante em nenhum dos modelos apresentados.

Por último, no estudo da variável setor de atividade (SA) apenas se verificou que as empresas integradas nas Atividades Informáticas apresentavam estruturas de capitais diferentes relativamente aos restantes setores de atividade considerados. Por isso, não se conseguiu evidenciar claramente que as características intrínsecas a cada indústria poderiam ser determinantes da decisão de financiamento.

De forma geral, é possível concluir que das variáveis independentes utilizadas, aquelas que mais influenciam a estrutura de capital das empresas portuguesas exportadoras para o mercado extracomunitário são a taxa efetiva de imposto, os custos financeiros, o risco de negócio, a dimensão, as garantias colaterais, os ativos intangíveis e a rendibilidade.

Finalmente, no que diz respeito à comparação entre os resultados do atual estudo e do realizado por Franco (2017), relativo às empresas exportadoras para o mercado comunitário, constata-se que existem algumas diferenças nos determinantes das estruturas de

capitais. Nas empresas que atuam fora da União Europeia, destacam-se algumas variáveis como o risco do negócio, a dimensão e os ativos intangíveis que não eram relevantes para explicar as estruturas de capitais das empresas exportadoras para o mercado comunitário. Por outro lado, estas apresentavam a reputação e as características setoriais como variáveis relevantes, enquanto no atual trabalho de investigação, não são significativas em nenhum dos modelos estudados. Finalmente, verificou-se que a taxa efetiva de imposto era relevante para ambos os tipos de empresas, embora com relações inversas face ao nível de endividamento (relação positiva nas empresas a atuar fora da União Europeia e negativa nas empresas a atuar no mercado comunitário). Tais resultados, evidenciam determinantes diferentes das estruturas de capitais, consoante o mercado alvo de atuação das empresas nacionais.

Uma limitação a apontar à investigação realizada, tal como Franco (2017) referiu, poderá ser o facto de se ter utilizado apenas um ano de análise, não sendo viável generalizar para a população os resultados obtidos da amostra.

Relativamente a linhas futuras de investigação, poderá alargar-se o estudo às empresas exportadoras para o mercado comunitário, criando-se uma amostra de maior dimensão e ficando-se com uma visão integrada dos determinantes da estrutura de capitais das empresas exportadoras nacionais.

Bibliografia

Akerlof, G. A. (1970). The market for Lemons: Quality Uncertainty and the Market Mechanism, *The Quarterly Journal of Finance*. Vol. 84, Nº3, p. 488-500.

Alonso, E. J. M. (2000). *The Effect of Firm Diversification on Capital Structure: Evidence from Spanish Firms*, European Financial Management Association Annual Meeting, Athens.

Disponível em:

<https://poseidon01.ssrn.com/delivery.php?ID=747095095008003006083074015088008096022007008081088020025123000009009110035036029103042037000114091081115004003111094025055079120092027071087030093005009029031045023082008024007119120095014019007076026068101090002096008107099102086015006118113&EXT=pdf> e

consultado a 02/01/2019.

Ang, J. S. (1991). Small Business Uniqueness and the Theory of Financial Management, *The Journal of Entrepreneurial Finance*, Vol. 1, Nº 1, p. 1-13.

Antoniou, A., Yilmaz, G., Krisha, P. (2002). *Determinants of Corporate Capital Structure*. Evidence from European Countries, University of Durham, Working Paper. Disponível em:

<http://webkuliah.unimedia.ac.id/ebook/files/determinant-europe.pdf> e consultado a 04/06/2019.

Antoniou, A., Guney, Y., Paudyal, K. (2006). The Determinants of Debt Maturity Structure: Evidence from France, Germany and the UK, *European Financial Management*, Vol. 12, Nº 2, p. 161-194.

Arias, C. A., Martinez, A. C., Gracia, J. L. (2000). Enfoques Emergentes en Torno en la Estructura de Capital: El caso de la Pyme, *Estudios de Economía Aplicada*, Vol. 21. Nº 1, p. 27-52.

Baker, M., Wurgler, J. (2002). Market Timing and Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 57, Nº 1, p.1-32.

Balakrishnan, S., Fox, I. (1993). Asset Specificity, Firm Heterogeneity and Capital Structure, *Strategic Management Journal*, Vol. 14, Nº 1, p. 3-16.

Barclay, M. J., Smith, C. W. (1995). The Maturity Structure of Corporate Debt, *The Journal of Finance*, Vol. 50, Nº 2, p. 609-631.

Baskin, J. (1989). An Empirical Investigation of the Pecking Order Hypothesis, *Financial Management*, Vol. 18, Nº 1, p. 26-35.

- Basso, L., Mendes, E., Kayo, E. (2009). Estrutura de Capital e Janelas de Oportunidade: Testes no Mercado Brasileiro, *Revista da Administração Mackenzie*, Vol. 10, Nº 6, p. 78-100. Disponível em: https://bdpi.usp.br/bitstream/handle/BDPI/6218/art_KAYO_Estrutura_de_capital%20_e_janelas_de_oportunidade_2009.pdf?sequence=1 e consultado a 23-04-2019.
- Bevan, A. A., Danbolt, J. (2002). Capital Structure and its Determinants in the UK: A Decompositional Analysis, *Applied Financial Economics*, Vol. 12, Nº 3, p. 159-170.
- Blackwell, D., Kidwell, D. (1988). An Investigation of Cost Differences Between Public Sales and Private Placements of Debt, *Journal of Financial Economics*, Vol. 22, Nº2, p. 253-278.
- Boyle, G. W., Eckhold, K. R. (1997). Capital Structure Choice and Financial Market Liberalization: Evidence from New Zealand, *Applied Financial Economics*, Vol. 7, Nº 4, p. 427-437
- Bontempi, M. E. (2002). The Dynamic Specification of the Modified Pecking Order Theory: Its Relevance to Italy, *Empirical Economics*, Vol. 27, Nº 1, p. 1-22.
- Booth, L., Aivazian, V., Demirguc-Kunt, A., Maksimovic, V. (2001). Capital Structures in Developing Countries, *The Journal of Finance*, Vol. 56, Nº 1, p. 87-130.
- Bougatef, K., Chichti, J. (2010). Equity Market Timing and Capital Structure: Evidence from Tunisia and France, *International Journal of Business and Management*, Vol. 5, Nº 10, p. 167-177.
- Bowen, R. M., Daley, L. A., Huber C. C. (1982). Evidence on the Existence and the Determinants of Inter-Industry Differences in Leverage, *Financial Management*, Vol. 11, Nº 4, p. 10-20.
- Bradley, M., Jarrel, G. A., Kim, E. H. (1984). On the Existence of an Optimal Capital Structure: Theory and Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 39, Nº 3, p. 857-878.
- Brailsford, T.J., Oliver, B.R., Pua, S.L.H. (2002). On the Relation Between Ownership Structure and Capital Structure, *Accounting & Finance*, Vol. 42, Nº 1, p. 1-26.
- Brealey, R., & Myers, S. (1998). *Princípios de Finanças Empresariais* (5ª Edição). Lisboa: McGraw-Hill.
- Brennan, M. J., Schwartz, E. S. (1978). Corporate Income Taxes, Valuation. And the Problem of Optimal Capital Structure, *The Journal of Business*, Vol. 51, Nº 1, p. 103-114.

- Brick, I., E., Ravid, S. A. (1985). On the Relevance of Debt Maturity Structure, *Journal of Finance*, Vol. 40, 63-81.
- Brito, R.D., Lima, M.R. (2005). A Escolha da Estrutura de Capital sob Fraca Garantia Legal: o caso do Brasil, *Revista Brasileira de Economia*, Vol. 59, Nº 2, p. 177-208.
- Cassar, G., Holmes, S. (2003). Capital Structure and Financing of SMEs: Australian evidence, *Accounting & Finance*, Vol. 43, Nº 2, p. 123-147.
- Chung, K. (1993). Asset Characteristics and Corporate Debt Policy: An Empirical Test, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 20, Nº 1, p. 83-98.
- Correia, T. (2003). *Determinantes da estrutura de capital das empresas familiares portuguesas*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Finanças Empresariais. Faculdade de Economia da Universidade do Algarve. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/267094002_Determinantes_da_Estrutura_de_Capital_das_Empresas_Familiares_Portuguesas_-_Evidencia_Empirica e consultada a 30/11/2018.
- Couto, G., Ferreira, S. (2010). Os Determinantes da Estrutura de Capital de Empresas do PSI 20, *Revista Portuguesa e Brasileira de Gestão*, Vol. 9, Nº 1 e 2, p. 26-38. Disponível em http://www.scielo.mec.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-44642010000100004 e consultado a 15/01/2019.
- DeAngelo, H., Masulis, R. (1980). Optimal Capital Structure under Corporate and Personal Taxation, *Journal of Financial Economics*, Vol. 8, Nº 1, p. 3-29.
- Deesomsak, R., Paudyal, K., Pescetto, G. (2004). The Determinants of Capital Structure: Evidence from the Asia Pacific region, *Journal of Multinational Financial Management*, Vol. 14, Nº 4 e 5, p. 387-405.
- Diamond, D. W. (1989). Reputation Acquisition in Debt Markets, *Journal of Political Economy*, Vol. 97, Nº 4, p. 828-862.
- Diamond, D. W. (1991). Debt maturity and liquidity risk, *Quarterly Journal of Economics*, Vol. 106, Nº3, p. 709-737.
- Donaldson, G. (1961). *Corporate debt capacity: A study of corporate debt policy and the determination of corporate debt capacity*. Boston: Division of Research, Harvard School of Business Administration.

Drobetz, W., & Fix, R. (2003). What are the Determinants of Capital Structure? Some Evidence for Switzerland. Department of Finance. *Working Paper n° 4/03, University of Basel*.

Durand, D. (1952). *Costs of debt and equity funds for business: trends and problems of measurement*, National Bureau of Economic Research: Conference on Research in Business Finance, p. 215-62, New York.

Fama, E., French, K.R. (2005). Financing Decisions: Who issues stock?, *Journal of Financial Economics*, Vol. 76, N° 3, p. 549-582.

Franco, Sérgio. (2017). *As estruturas de capital nas empresas exportadoras em Portugal*. Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças. Escola Superior de Ciências Empresariais. Disponível em <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/19756/1/Disserta%C3%A7%C3%A3o%20de%20mestrado.pdf> e consultado a 21/11/2018.

Frank, M., Goyal, V. (2003). Testing the Pecking Order Theory of Capital Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 67, N° 2, p. 217-248.

Frank, M., Goyal, V. (2004). The Effect of Market Conditions on Capital Structure Adjustment, *Finance Research Letters*, Vol. 1, n° 1, p. 47-55.

Friend, L., Lang, L., H., P. (1988). Na Empirical Test of The Impact of Managerial Self Interest on Corporate Capital Structure, *The Journal of Finance*, Vol. 43, N°2, p. 271-281.

Gama, A.P.B.M. (2000). *Os determinantes da estrutura de capital das PME's industriais portuguesas*. Porto: Associação da Bolsa de Derivados do Porto.

Gardner, J. C., Trzcinka, C. A. (1992). All-Equity Firms and the Balancing Theory of Capital Structure, *The Journal of Financial Research*, Vol. 15, N° 1, p. 77-90.

Goyal, V. K., Lehn, K., Racic, S. (2002). Growth Opportunities and Corporate Debt policy: The case of the US Defense Industry, *Journal of Financial Economics*, Vol. 64, N° 1, p. 35-59.

Graham, J., Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: evidence from the field, *Journal of Financial Economics*, Vol. 60, p.187-243.

Grinblatt, M.; Titman, S. (2002). *Financial markets and corporate strategy*. (2ª edição) Nova Iorque: McGraw-Hill.

Hall, G., Patrick H., Nicos M. (2000). Industry Effects on the Determinants of Unquoted SME's Capital Structure, *International Journal of the Economics of Business*, Vol. 7, Nº 3, p. 297-312.

Harris, Milton e Raviv, Artur. (1991). Theory of Capital Structure, *The Journal of Finance*. V. 46, Nº 1, p. 297-355.

Haugen, R. A., Senbet, L. W. (1988). Bankruptcy and Agency Costs: Their Significance to Theory of Optimal Capital Structure, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 23, Nº 1, p. 27-38.

Homaifar, G., Zietz, J., Benkato, O. (1994). An Empirical Model of Capital Structure: Some New Evidence, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 21, Nº 1, p. 1-14.

Hovakimian, A., Opler, T. e Titman, S. (2001). The Debt-Equity Choice, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 36, Nº 1, p. 1-24.

Hovakimian, A. (2004), Are Observed Capital Structures Determined by Equity Market Timing?, BaruchCollege. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.217.7085&rep=rep1&type=pdf> e consultado a 21/11/2018.

INDEG-ISCTE Executive Education (2017). Ranking de Internacionalização das Empresas Portuguesas. Disponível em: <https://iddesign.ipapercms.dk/INDEGISCTE/riep/riep-2017/?page=1#/> e consultado a 27/02/2019.

INE (2019). Exportações por local de origem. Disponível em: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0008169&contexto=bd&selTab=tab2 e consultado a 01/06/2019.

INE (2019). Principais destinos das exportações portuguesas. Disponível em: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0004174&contexto=bd&selTab=tab2 e consultado a 01/06/2019.

INE (2019). Principais produtos exportados por Portugal. Disponível em: https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_indicadores&indOcorrCod=0005720&contexto=bd&selTab=tab2 e consultado a 01/06/2019.

Jensen, M. C., Meckling, W. H. (1976). Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs, and Ownership Structure, *Journal of Financial Economics*, Vol. 3, Nº 4, p. 305-360.

Jensen, M. C., Smith JR., C. W. (1984). *The Modern Theory of Corporate Finance*. EUA: McGrawHill Series in Finance.

Jensen, G., R., Solberg D., P., Zorn. T., S. (1992). Simultaneous Determination of Insider Ownership, Debt and Dividend Policies, *Journal of Financial and quantitative Analysis*, Vol.27, Nº2, 247-263.

Johnson, S. A. (2003). Debt Maturity and the Effects of Growth Opportunities and Liquidity Risk on Leverage, *Review of Financial Studies*, Vol. 16, Nº 1, p. 209-236.

Jong, A., Veld. C. (2001). An Empirical Analysis of Incremental Capital Structure Decisions Under Managerial Entrenchment, *Journal of Banking & Finance*, Vol. 25, Nº 10, p. 1857-1895.

Jordan, J., Lowe J., & Taylor P. (1998). Strategy and Financial Policy in UK Small Firms, *Journal of Business Finance and Accounting*, Vol. 25, Nº 1 e 2, p. 1-27.

Kane, A., Marcus, A., Mcdonald R. (1985). Debt Policy and the Rate of Return Premium to Leverage, *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 20, Nº 4, p. 479-499.

Kim, E. H. (1978). A Mean Variance Theory of Optimal Capital Structure and Corporate Debt Capacity, *The Journal of Finance*, Vol. 33, Nº 1, p. 45-63.

Kim, W. S., Sorensen, E. H. (1986). Evidence on the Impact of the Agency Costs of Debt on Corporate Debt Policy, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 21, Nº 2, p. 131-144.

Kester, W. C. (1986). Capital and Ownership Structure: A Comparison of United States and Japanese manufacturing Corporations, *Financial Management*, Vol. 15, Nº 1, p. 5-16.

Korner, P. (2006). The determinants of corporate debt maturity structure: evidence from Czech firms, *Czech Journal of Economics and Finance*. Charles University Prague, Faculty of Social Sciences, Vol. 57, Nº 3 e 4, p.142-158. Disponível em https://ideas.repec.org/p/fau/wpaper/wp2006_27.html e consultado a 29/11/2018.

Kraus, A., Litzenberger, R. (1973). A State-Preference Model of Optimal Leverage, *The Journal of Finance*, Vol. 28, Nº 4, p. 911-922.

Leland, H., Pyle, D. (1977). Informational Asymmetries, Financial Structure and Financial Intermediation, *The Journal of Finance*, Vol. 32, pp. 371-387.

Lowe, J., Naughton, T., Taylor P. (1994). The Impact of Corporate Strategy on the Capital Structure of Australian Companies, *Managerial and Decision Economics*, Vol. 15, Nº 3, p. 245-257.

Maksimovic, V., Titman, S. (1991). Financial Policy and Reputation for Product Quality, *Review of Financial Studies*, Vol. 4, Nº 1, p. 175-200.

Marques, M., Correia, S. (2012). *As determinantes da Maturidade da Dívida*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Finanças. Universidade do Porto-Faculdade de Economia. Disponível em https://sigarra.up.pt/flup/pt/pub_geral.pub_view?pi_pub_base_id=24935 e consultado a 02/12/2018.

McGee, J. S. (1958). Predatory price cutting: the Standard Oil (NJ) case, *Journal of Law and Economics*, V.1, Nº137.

Mehram, H. (1992). Executive Incentive Plans, Corporate Control, and Capital Structure, *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Vol. 27, Nº 4, p. 539 - 560.

Michaelas, N., Chittenden, F., Poutziouris, P. (1999). Financial policy and capital structure choice in UK SMEs: empirical evidence from company panel data, *Small Business Economics*, Vol. 12, Nº 2, p. 113–130.

Miller, M H. (1977). Debt and Taxes. *Journal of Finance*, VOL. XXXII, No.2, pp.261-75.

Miranda, Ana. (2011). *Estrutura de Capitais das PME's Portuguesas: Análise do Sector Têxtil em Portugal*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre. Universidade Católica Portuguesa. Disponível em: <https://repositorio.ucp.pt/bitstream/10400.14/17709/1/Trabalho%20Final%20Mestrado%20-%20Ana%20Miranda%20%28355109013%29.pdf> e consultado a 27/10/2018.

Modigliani, F., Miller, M. H. (1958). The Cost of Capital, Corporation Finance and The Theory of Investment, *The American Economic Review*, Vol. 48, Nº 3, p. 261-297.

Modigliani, F., Miller, M. H. (1963). Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction, *The American Economic Review*, Vol. 53, Nº 3, p.433-443.

Morris, J. (1992), Factors Affecting The Maturity Structure of Corporate Debt. *Working Papper January*. Denver: University of Colorado.

Munro, J. W. (1996). Convertible Debt Financing: An Empirical Analysis, *Journal of Business Finance & Accounting*, Vol. 23, Nº 2, p. 319-334.

- Mutenheri E., Green, C., J. (2002). Financial Reform and Financing Decisions of Listed Firms in Zimbabwe. *Working Papper N° 44*. Economics Department Loughborough University. Disponível em: <http://www.sed.manchester.ac.uk/idpm/research/publications/archive/fd/fdwp44.pdf> e consultado a 18/07/2019.
- Myers, S. C. (1977). Determinants of Corporate Borrowing, *Journal of Financial Economics*, Vol. 5, N° 2 p.147-175.
- Myers, S. C. (1984). The Capital Structure Puzzle, *The Journal of Finance*, Vol. 39, N° 3, p. 574-592.
- Myers S. C., Majluf N. S. (1984). Corporate Financing and Investment Decisions When Firms Have Information Investors Do Not Have, *Journal of Financial Economics*, Vol. 13, N° 2, p. 187-221.
- Neves, J.C. (2012). *Análise e Relato Financeiro - Uma Visão Integrada de Gestão* (5ª Edição). Lisboa: Texto Editora.
- Nivorozhkin, E. (2003). The Dynamics of Capital Structure in Trasition Economies, Discussion Pappers N° 2, Bank of Finland, Institute for Economies in Transition. Disponível em: <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.197.949&rep=rep1&type=pdf> e consultado a 02/01/2019.
- Novo, A. J. (2009). *Estrutura de Capital das Pequenas e Médias Empresas: Evidência no Mercado Português*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração. Disponível em: <https://docplayer.com.br/12479188-A-estrutura-de-capital-das-pme-evidencia-no-mercado-portugues.html> e consultado a 27/11/2018.
- Ozkan, A. (2002). The Determinants of Corporate Debt Maturity: Evidence from UK firms, *Applied Financial Economics*, Vol. 12, N° 2, p. 19-24.
- Pereira, Paulo. (2015). *Estruturas de Capitais – Empresas COM e SEM Revisão Legal de Contas*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Auditoria. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Disponível em: http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/7897/1/Paulo_Pereira_MA_2015.pdf e consultado a 06/11/2019.
- Pestana, Luciana. (2017). *Estrutura de Capitais nas Empresas Familiares*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em

Contabilidade e Finanças. Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto. Disponível em: http://recipp.ipp.pt/bitstream/10400.22/11259/1/luciana_pestana_MCF_2017.pdf%20%281%29.pdf e consultado a 19/11/2018.

Pinto, J. & Curto, J. (1999). *Estatística para Economia e Gestão*. Instrumentos de Apoio à Tomada de Decisão. Lisboa: Edições Sílabo.

Pittman, J. A. (2002). The Influence of Firm Maturation on Tax-Induced Financing and Investment Decisions, *The Journal of the American Taxation Association*, Vol. 24, Nº 2, p. 35-59.

Rajan, R., & Zingales, L. (1995). What Do Know About Capital Structure? Some Evidence from International Data, *The Journal of Finance*, Vol. 50, Nº5, p. 1421-1460.

Rogão, Márcia. (2006). *Determinantes da Estrutura de Capitais de Empresas Cotadas Portuguesas: Evidência Empírica usando modelos de dados em painel*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Ciência Económicas. Universidade da Beira Interior. Disponível em: <https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/1570/3/Determinantes%20estrutura%20capitais.pdf> e consultado a 31/10/2018.

Ross, S. A. (1977). The Determinants of Financial Structure: The Incentive-Signalling Approach, *The Bell Journal of Economics*, Vol. 8, Nº 1, p. 23-40.

Ross, S. A; Westerfield, R. W.; Jaffe, J. F. (2002). *Administração Financeira*. (2ª edição). São Paulo: Atlas.

Serrasqueiro, Z., Rogão, M. (2006). *Determinantes da Estrutura de Capitais das Empresas Cotadas Portuguesas: evidência empírica usando modelos de dados em painel*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Ciências Económicas. Universidade da Beira Interior. Disponível em: <https://bibliotecadigital.ipb.pt/bitstream/10198/1570/3/Determinantes%20estrutura%20capitais.pdf> e consultado a 07/11/2018.

Silva, S. (2011). *Estrutura de financiamento das empresas não financeiras do PSI 20*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Contabilidade e Finanças. Escola Superior de Ciências Empresariais. Disponível em: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/6197> e consultado em 12/11/2018.

Silva, S. d. (2012). *Estrutura de capitais: Teste às Teorias do Trade Off versus Pecking Order*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Finanças. Universidade do Minho. Disponível em: <http://repositorium.sdum.uminho.pt/handle/1822/25108> e consultado a 23/11/2018.

Silva, S. A. (2013). *Determinantes da Estrutura de Capitais: Evidência empírica das empresas portuguesas cotadas na Euronext Lisbon*. Dissertação para a obtenção de Grau de Mestre em Finanças. Universidade de Economia do Porto. Disponível em: <https://comum.rcaap.pt/handle/10400.26/6197> e consultado a 28/11/2018.

Stiglitz, J. E. (1974). On the Irrelevance of Corporate Financial Policy, *The American Economic Review*, Vol. 64, Nº 6, p. 851-866.

Shenoy, C., Koch, P.D. (1996). A Dynamic Model of the Firm's Leverage-Cash Flow Relationship, *Journal of Empirical Finance*, Vol. 2, p. 307-331. Disponível em: <https://pdfs.semanticscholar.org/ab18/2ada39cdd9e84f1aa5d3d82d81e8d3e2bd75.pdf> e consultado a 15/01/2019.

Sogorb-Mira, F., López-García, J. (2003). *Pecking Order Versus Trade-off: An Empirical Approach the small and Medium Enterprise Capital Structure*. Disponível em: https://www.researchgate.net/publication/28071232_Pecking_Order_Versus_Trade-off_An_Empirical_Approach_to_the_Small_and_Medium_Enterprise_Capital_Structure e consultado a 26/12/2018.

Sousa, A., Padilha, F. (2014). *Estrutura de capitais e política de dividendos: a conjuntura portuguesa*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Gestão. Universidade Lusíada de Lisboa-Faculdade de Ciências da Economia e da Empresa. Disponível em http://repositorio.ulusiada.pt/bitstream/11067/1164/1/mg_fernando_padilha_dissertacao.pdf e consultado a 17/11/2018.

Smith, C. W. (1986). Investment banking and the capital acquisition process, *Journal of Financial Economics*, Vol. 15, Nº 1 e 2, p. 3-29.

Stohs, M. H., Mauer, D. C. (1996). The Determinants of Corporate Debt Maturity Structure, *The Journal of Business*, Vol. 69, Nº 3, p. 279-312.

Stulz, R. (1990). Managerial Discretion and Optimal Financing Policies, *Journal of Financial Economics*, Vol. 26, Nº 1, p. 3-27.

Teixeira, A., Alves, T. (2003). A Contabilidade e o Valor, na perspectiva dos utilizadores da informação financeira. XV Encontro Nacional da ADCES: Contabilidade e Valor: Novos Contextos?

Teixeira, B., Prado, M., Ribeiro, K. (2011). *Um Estudo da Teoria de Modigliani-Miller através do Caso de Empresas Brasileiras: Analisando a Irrelevância da Estrutura de Capitais*. Disponível em <http://periodicos.unifacef.com.br/index.php/facefpesquisa/article/view/267/259> e consultado a 01/10/2018.

Teixeira, N., Parreira, J. (2012). *Determinantes da Estrutura Financeira do Setor das Tecnologias da Informação*. Dissertação apresentada para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Contabilidade e Finanças. Instituto Politécnico de Setúbal-Escola Superior de Ciências Empresariais.

Telser, L. G. (1966). Cutthroat competition and the long purse, *The Journal of Law and Economics*, Chicago, Vol.9, p.259-277.

Teruel, P., & Solano, P. (2010). Ownership Structure and Debt Maturity: new Evidence from Spain, *Review of Quantitative Finance and Accounting*, Vol. 35, p. 473-491.

Titman, S. (1984). The Effect of Capital Structure on a Firm's Liquidation Decision, *Journal of Financial Economics*, Vol.13, Nº1, p. 137-151.

Titman, S., Wessels, R. (1988). The Determinants of Capital Structure Choice, *The Journal of Finance*, Vol. 43, Nº 1, p. 1-19.

Vieito, C. (2014). *Valor dos benefícios fiscais por dívida em Portugal*. Dissertação para a obtenção do grau de Mestre em Economia e Administração de Empresas. Universidade do Porto- Faculdade de Economia. Disponível em: <https://repositorio-aberto.up.pt/bitstream/10216/77815/2/33875.pdf> e consultado a 07/11/2018.

Vilabella, L.B., Silvosa, A.R. (1997). Un Modelo de Síntesis de los Factores que Determinan la Estructura de Capital óptima de las PYMES, *Revista Europea de Dirección y Economía de la Empresa*, Vol. 6, Nº 1, p. 107-124.

Warner, J. (1977). Bankruptcy Costs: Some Evidence, *The Journal of Finance*, Vol. 32, Nº 2, p. 337-347.

Whited, T. M. (1992). Debt, Liquidity, Constraints, and Corporate Investment: Evidence from Panel Data, *The Journal of Finance*, Vol. 47, Nº 4, p. 1425-1460.

Williamson, O. E. (1988). Corporate Finance and Corporate Governance, *The Journal of Finance*, Vol. 43, N° 3, p. 567-591.

ANEXOS

VARIÁVEL DEPENDENTE: PASSIVO

Modelo de regressão linear múltipla:

Dependent Variable: PASSIVO
Method: Least Squares
Date: 10/11/19 Time: 10:16
Sample: 1 250
Included observations: 247

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.193252	0.161581	1.196007	0.2329
H1__EAF	-1.454906	0.757805	-1.919894	0.0561
H2__TEI	-0.011779	0.014542	-0.809978	0.4188
H3__OBF	-0.002515	0.011652	-0.215804	0.8293
H4__CF	0.292956	1.074952	0.272529	0.7855
H5__RISCO	0.226199	0.075886	2.980774	0.0032
H6__DIMENSAO	0.048020	0.015691	3.060243	0.0025
H7__GARANTIAS	-0.227232	0.081811	-2.777509	0.0059
H8__REPUTACAO	-0.000648	0.000656	-0.987160	0.3246
H9__ESPECIFICIDADE	0.083881	0.183661	0.456716	0.6483
H10__RENDIBILIDADE	0.749820	0.737828	1.016254	0.3106
H11__TX_CRESCIMENTO	-0.002205	0.005775	-0.381856	0.7029
_0__I__EXTRATIVAS	-0.070202	0.114762	-0.611716	0.5413
_1_E_2__I__TRANSFORMADO	-0.099930	0.086044	-1.161373	0.2467
_4__COMERCIO_E_REPARACA	-0.041928	0.081672	-0.513376	0.6082
_4__CONSTRUCAO	-0.170458	0.131030	-1.300911	0.1946
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.368866	0.223807	-1.648143	0.1007
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	-0.030473	0.166985	-0.182492	0.8554
R-squared	0.260479	Mean dependent var	0.548118	
Adjusted R-squared	0.205580	S.D. dependent var	0.227021	
S.E. of regression	0.202344	Akaike info criterion	-0.287610	
Sum squared resid	9.375995	Schwarz criterion	-0.031865	
Log likelihood	53.51978	Hannan-Quinn criter.	-0.184645	
F-statistic	4.744691	Durbin-Watson stat	1.976799	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Matriz de Correlação:

Covariance Analysis: Ordinary
Date: 10/11/19 Time: 10:06
Sample: 1 250
Included observations: 247
Balanced sample (listwise missing value deletion)

Correlation	H1__EAF	H2__TEI	H3__OBF	H4__CF	H5__RISCO	H6__DIM.	H7__GAR.	H8__REP.	H9__ESP.	H10__REN.	H11__TX.	_0__I__E.	_4__COM.	_4__CON.	_58__ATV.	_68__ATV.	_69__75_A.	_1_E_2__I__E_2
Probability	1.000000																	
H1__EAF	1.000000																	
H2__TEI	0.073209	1.000000																
H3__OBF	-0.206311	-0.053457	1.000000															
H4__CF	-0.153938	0.016711	-0.003276	1.000000														
H5__RISCO	0.389502	0.039667	-0.524131	0.017611	1.000000													
H6__DIMENSAO	-0.112744	-0.069765	0.662181	-0.282333	0.000000	1.000000												
H7__GARANTIAS	-0.174036	-0.104437	0.601076	0.120134	-0.262972	0.344868	1.000000											
H8__REPUTAC...	-0.145199	-0.028423	0.514381	0.074787	-0.334462	0.392993	0.277373	1.000000										
H9__ESPECIFIC...	-0.088701	0.055954	0.234110	0.068063	-0.079417	0.205513	-0.011224	0.092660	1.000000									
H10__RENDIBILL	0.976599	0.066056	-0.087755	-0.038109	0.336176	-0.054085	-0.071015	-0.097444	-0.054719	1.000000								
H11__TX_CRE...	0.041237	0.019314	-0.150156	-0.004882	0.392343	-0.092176	-0.040309	-0.132041	-0.027075	0.018832	1.000000							
_0__I__EXTRAT...	0.080005	0.019466	-0.037642	0.076082	0.148622	-0.035802	0.031133	-0.046474	0.027790	0.082832	0.046713	1.000000						
_4__COMERCL...	0.085526	0.071568	-0.557548	-0.041763	0.225704	-0.227805	-0.309987	-0.135225	-0.002739	0.131971	-0.106191	-0.020244	1.000000					
_4__CONSTRU...	0.041712	0.000787	-0.039180	0.106317	0.227296	0.028815	-0.050015	0.072116	0.038510	0.034204	-0.001370	-0.020244	-0.086347	1.000000				
_58__ATIVIDAD...	0.035149	-0.024021	0.072203	0.000878	-0.005188	0.040903	-0.015675	-0.034764	0.126490	0.058484	-0.013298	-0.010060	-0.042909	-0.008180	1.000000			
_68__ATIVIDAD...	0.082560	0.003480	-0.126089	-0.007065	-0.004894	-0.105181	0.046577	-0.075693	-0.026096	0.065602	-0.001656	-0.014256	-0.060807	-0.011592	-0.005761	1.000000		
_69__75_ATVID...	0.131460	0.014463	-0.205419	-0.024159	0.221622	-0.115238	-0.154308	-0.164485	-0.029013	0.101239	0.017015	-0.026947	-0.114938	-0.021911	-0.010889	-0.015430	1.000000	
_1_E_2__I__TR...	-0.181515	-0.079652	0.634381	-0.002460	-0.393416	0.273054	0.436676	0.364338	0.107747	-0.086399	-0.143295	-0.196213	-0.836914	-0.159546	-0.079285	-0.112355	-0.212375	1.000000

Modelo Corrigido (Sem H1_EAF):

Dependent Variable: PASSIVO
Method: Least Squares
Date: 10/11/19 Time: 10:19
Sample: 1 250
Included observations: 247

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.217053	0.162043	1.339481	0.1817
H2__TEI	-0.012519	0.014622	-0.856172	0.3928
H3__OBF	0.006192	0.010796	0.573525	0.5668
H4__CF	1.696022	0.792908	2.138988	0.0335
H5__RISCO	0.225969	0.076328	2.960511	0.0034
H6__DIMENSAO	0.042758	0.015540	2.751445	0.0064
H7__GARANTIAS	-0.202770	0.081284	-2.494597	0.0133
H8__REPUTACAO	-0.000870	0.000650	-1.340006	0.1816
H9__ESPECIFICIDADE	0.097551	0.184591	0.528469	0.5977
H10__RENDIBILIDADE	-0.652922	0.103367	-6.316547	0.0000
H11__TX_CRESCIMENTO	-0.002664	0.005804	-0.459109	0.6466
_0__I__EXTRATIVAS	-0.067786	0.115423	-0.587280	0.5576
_1_E_2__I__TRANSFORMADO	-0.082842	0.086081	-0.962366	0.3369
_4__COMERCIO_E_REPARACA	-0.035432	0.082077	-0.431698	0.6664
_4__CONSTRUCAO	-0.177910	0.131735	-1.350513	0.1782
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.317598	0.223502	-1.421010	0.1567
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	-0.040613	0.167873	-0.241929	0.8091
R-squared	0.248575	Mean dependent var	0.548118	
Adjusted R-squared	0.196302	S.D. dependent var	0.227021	
S.E. of regression	0.203522	Akaike info criterion	-0.279739	
Sum squared resid	9.526912	Schwarz criterion	-0.038202	
Log likelihood	51.54775	Hannan-Quinn criter.	-0.182494	
F-statistic	4.755326	Durbin-Watson stat	1.950816	
Prob(F-statistic)	0.000000			

VIF – Multicolinearidade:

Variance Inflation Factors
Date: 10/11/19 Time: 10:20
Sample: 1 250
Included observations: 247

Variable	Coefficient Variance	Uncentered VIF	Centered VIF
C	0.026258	156.5787	NA
H2__TEI	0.000214	1.042095	1.029938
H3__OBF	0.000117	31.34266	5.227599
H4__CF	0.628704	1.634932	1.067153
H5__RISCO	0.005826	3.687736	2.177555
H6__DIMENSAO	0.000241	173.2528	2.146050
H7__GARANTIAS	0.006607	5.154196	1.808295
H8__REPUTACAO	4.22E-07	4.188448	1.440744
H9__ESPECIFICIDADE	0.034074	1.241313	1.145735
H10__RENDIBILIDADE	0.010685	2.297731	1.203736
H11__TX_CRESCIMENTO	3.37E-05	1.273955	1.249093
_0__I__EXTRATIVAS	0.013323	1.929812	1.882934
_1_E_2__I__TRANSFORMADO	0.007410	26.83381	10.53797
_4__COMERCIO_E_REPARACA	0.006737	12.52295	8.619037
_4__CONSTRUCAO	0.017354	1.675857	1.648718
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	0.049953	1.205974	1.201091
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.028181	1.360713	1.349695

Heterocedasticidade:

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.378240	Prob. F(96,150)	0.0390
Obs*R-squared	115.7618	Prob. Chi-Square(96)	0.0829
Scaled explained SS	81.95686	Prob. Chi-Square(96)	0.8459

Modelo corrigido da heterocedasticidade:

Dependent Variable: PASSIVO

Method: Least Squares

Date: 10/11/19 Time: 11:33

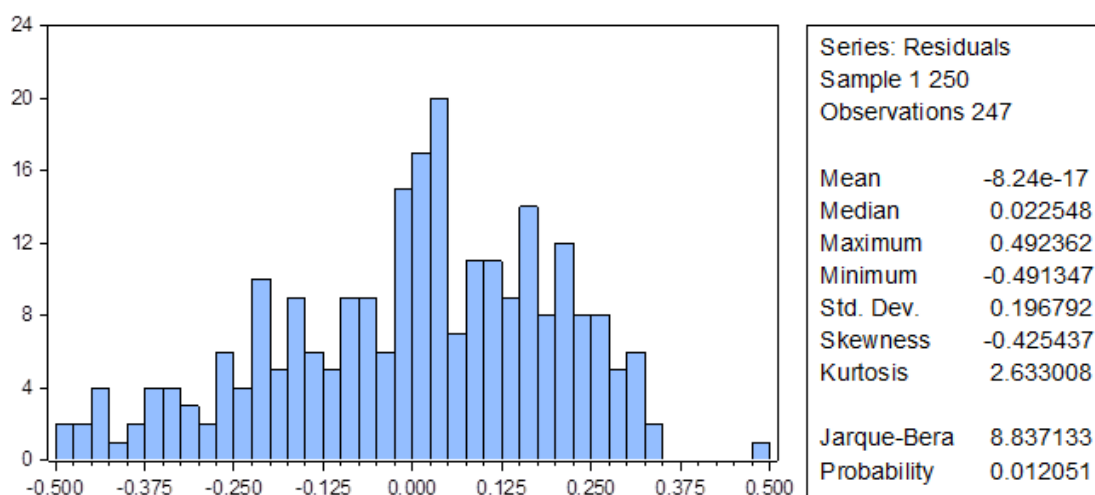
Sample: 1 250

Included observations: 247

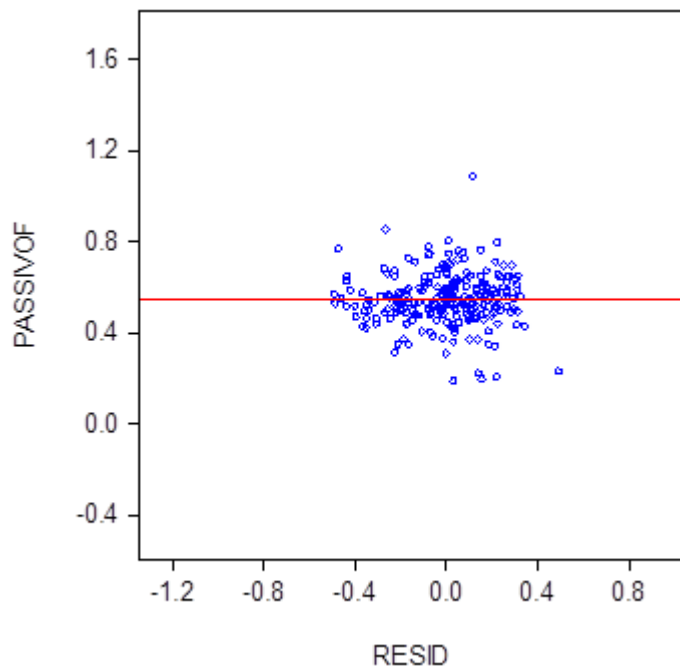
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.217053	0.155615	1.394814	0.1644
H2__TEI	-0.012519	0.006955	-1.799955	0.0732
H3__OBF	0.006192	0.011034	0.561171	0.5752
H4__CF	1.696022	1.005639	1.686511	0.0931
H5__RISCO	0.225969	0.079138	2.855365	0.0047
H6__DIMENSAO	0.042758	0.015347	2.786042	0.0058
H7__GARANTIAS	-0.202770	0.099852	-2.030703	0.0434
H8__REPUTACAO	-0.000870	0.000663	-1.312612	0.1906
H9__ESPECIFICIDADE	0.097551	0.224463	0.434596	0.6643
H10__RENDIBILIDADE	-0.652922	0.101383	-6.440162	0.0000
H11__TX_CRESCIMENTO	-0.002664	0.006402	-0.416194	0.6777
_0__I__EXTRATIVAS	-0.067786	0.115857	-0.585084	0.5591
_1_E_2__TRANSFORMADO	-0.082842	0.074529	-1.111528	0.2675
_4__COMERCIO_E_REPARACA	-0.035432	0.073948	-0.479153	0.6323
_4__CONSTRUCAO	-0.177910	0.141936	-1.253447	0.2113
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.317598	0.079954	-3.972283	0.0001
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	-0.040613	0.186563	-0.217692	0.8279
R-squared	0.248575	Mean dependent var	0.548118	
Adjusted R-squared	0.196302	S.D. dependent var	0.227021	
S.E. of regression	0.203522	Akaike info criterion	-0.279739	
Sum squared resid	9.526912	Schwarz criterion	-0.038202	
Log likelihood	51.54775	Hannan-Quinn criter.	-0.182494	
F-statistic	4.755326	Durbin-Watson stat	1.950816	
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	34.71035	
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Normalidade:



Linearidade:



VARIÁVEL DEPENDENTE: PASSIVO MÉDIO LONGO PRAZO

Modelo de regressão linear múltipla:

Dependent Variable: PMLP
 Method: Least Squares
 Date: 10/11/19 Time: 10:42
 Sample: 1 250
 Included observations: 247

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000719	0.098695	-0.007285	0.9942
H2__TEI	0.011255	0.008906	1.263792	0.2076
H3__OBF	0.017261	0.006575	2.625076	0.0092
H4__CF	2.230257	0.482935	4.618127	0.0000
H5__RISCO	0.078474	0.046489	1.688011	0.0928
H6__DIMENSAO	-0.003575	0.009465	-0.377712	0.7060
H7__GARANTIAS	0.168994	0.049507	3.413511	0.0008
H8__REPUTACAO	-0.000243	0.000396	-0.615363	0.5389
H9__ESPECIFICIDADE	0.423515	0.112429	3.766974	0.0002
H10__RENDIBILIDADE	-0.111487	0.062958	-1.770826	0.0779
H11__TX_CRESCIMENTO	-0.003902	0.003535	-1.103880	0.2708
_0__I__EXTRATIVAS	-0.053150	0.070301	-0.756034	0.4504
_1_E_2__I__TRANSFORMADO	-0.047794	0.052429	-0.911597	0.3629
_4__COMERCIO_E_REPARACA	-0.032562	0.049990	-0.651374	0.5155
_4__CONSTRUCAO	0.008591	0.080236	0.107074	0.9148
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.180510	0.136128	-1.326029	0.1861
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	-0.071648	0.102246	-0.700744	0.4842
R-squared	0.337857	Mean dependent var	0.103794	
Adjusted R-squared	0.291795	S.D. dependent var	0.147299	
S.E. of regression	0.123959	Akaike info criterion	-1.271388	
Sum squared resid	3.534144	Schwarz criterion	-1.029852	
Log likelihood	174.0165	Hannan-Quinn criter.	-1.174144	
F-statistic	7.334821	Durbin-Watson stat	1.920208	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Heterocedasticidade:

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	3.578691	Prob. F(96,150)	0.0000
Obs*R-squared	171.9323	Prob. Chi-Square(96)	0.0000
Scaled explained SS	498.8387	Prob. Chi-Square(96)	0.0000

Modelo corrigido da heterocedasticidade:

Dependent Variable: PMLP

Method: Least Squares

Date: 10/11/19 Time: 11:34

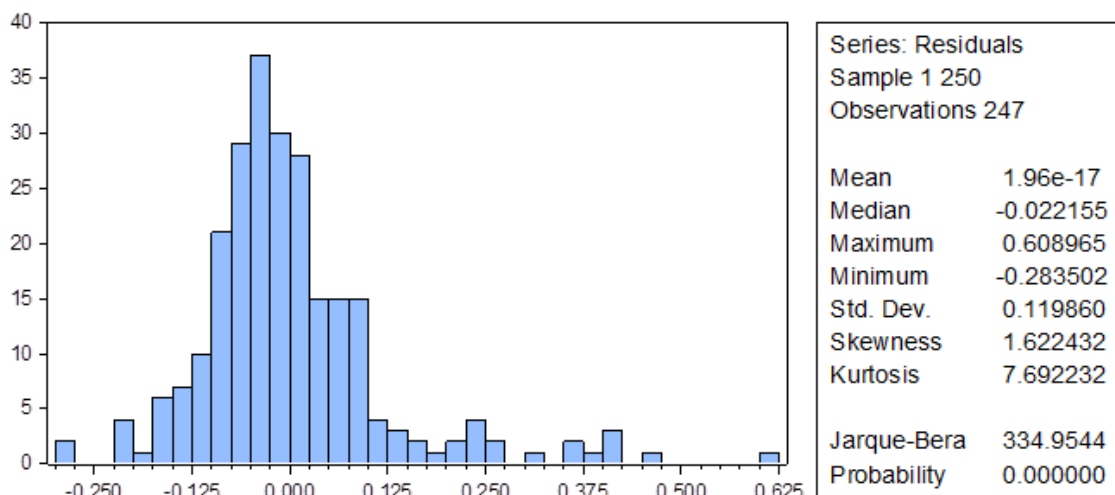
Sample: 1 250

Included observations: 247

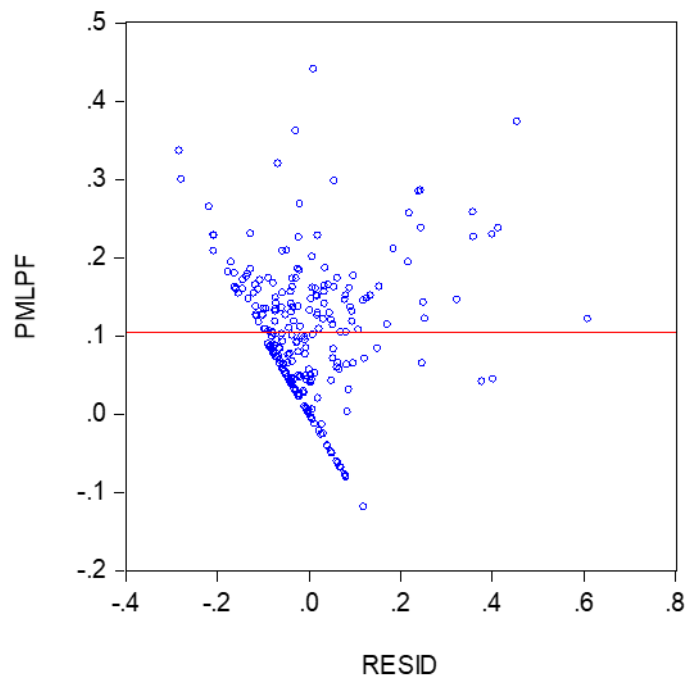
White heteroskedasticity-consistent standard errors & covariance

Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	-0.000719	0.094790	-0.007585	0.9940
H2__TEI	0.011255	0.004610	2.441321	0.0154
H3__OBF	0.017261	0.005780	2.986438	0.0031
H4__CF	2.230257	0.723484	3.082662	0.0023
H5__RISCO	0.078474	0.043612	1.799353	0.0733
H6__DIMENSAO	-0.003575	0.008963	-0.398887	0.6903
H7__GARANTIAS	0.168994	0.060116	2.811138	0.0054
H8__REPUTACAO	-0.000243	0.000499	-0.487626	0.6263
H9__ESPECIFICIDADE	0.423515	0.204262	2.073389	0.0392
H10__RENDIBILIDADE	-0.111487	0.072748	-1.532501	0.1268
H11__TX_CRESCIMENTO	-0.003902	0.002949	-1.323040	0.1871
_0__I_EXTRATIVAS	-0.053150	0.057922	-0.917611	0.3598
_1_E_2__I_TRANSFORMADO	-0.047794	0.038720	-1.234365	0.2183
_4__COMERCIO_E_REPARACA	-0.032562	0.036972	-0.880726	0.3794
_4__CONSTRUCAO	0.008591	0.077735	0.110519	0.9121
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.180510	0.054309	-3.323749	0.0010
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	-0.071648	0.071307	-1.004792	0.3161
R-squared	0.337857	Mean dependent var	0.103794	
Adjusted R-squared	0.291795	S.D. dependent var	0.147299	
S.E. of regression	0.123959	Akaike info criterion	-1.271388	
Sum squared resid	3.534144	Schwarz criterion	-1.029852	
Log likelihood	174.0165	Hannan-Quinn criter.	-1.174144	
F-statistic	7.334821	Durbin-Watson stat	1.920208	
Prob(F-statistic)	0.000000	Wald F-statistic	5.320131	
Prob(Wald F-statistic)	0.000000			

Normalidade:



Linearidade:



VARIÁVEL DEPENDENTE: PASSIVO CURTO PRAZO

Modelo de regressão linear múltipla:

Dependent Variable: PCP
Method: Least Squares
Date: 10/11/19 Time: 10:54
Sample: 1 250
Included observations: 247

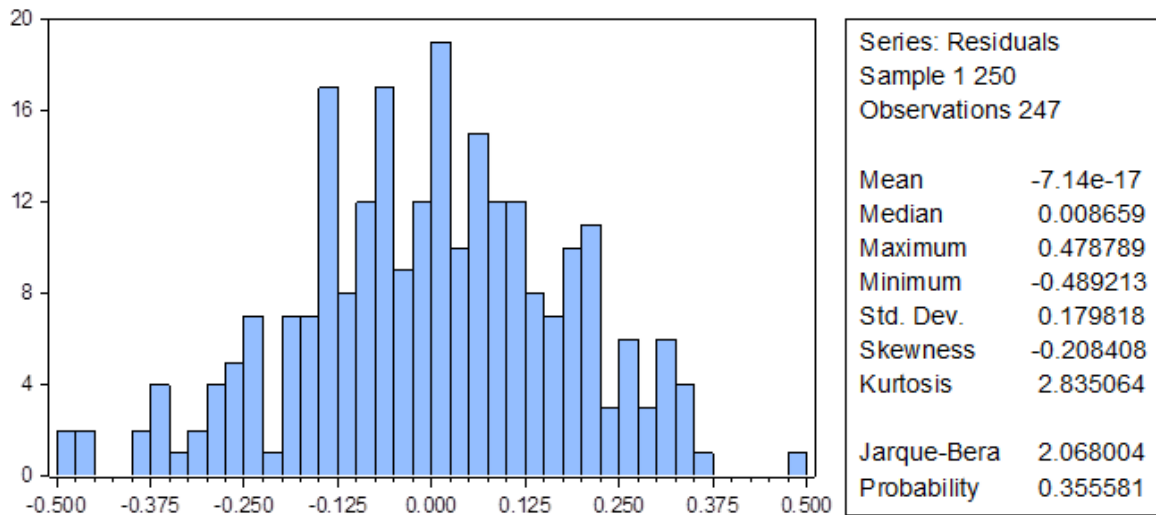
Variable	Coefficient	Std. Error	t-Statistic	Prob.
C	0.217772	0.148065	1.470785	0.1427
H2__TEI	-0.023774	0.013361	-1.779394	0.0765
H3__OBF	-0.011069	0.009865	-1.122118	0.2630
H4__CF	-0.534235	0.724514	-0.737370	0.4616
H5__RISCO	0.147495	0.069744	2.114816	0.0355
H6__DIMENSAO	0.046333	0.014200	3.262953	0.0013
H7__GARANTIAS	-0.371763	0.074272	-5.005414	0.0000
H8__REPUTACAO	-0.000627	0.000593	-1.056323	0.2919
H9__ESPECIFICIDADE	-0.325965	0.168669	-1.932575	0.0545
H10__RENDIBILIDADE	-0.541436	0.094451	-5.732462	0.0000
H11__TX_CRESCIMENTO	0.001237	0.005303	0.233359	0.8157
_0__I__EXTRATIVAS	-0.014636	0.105467	-0.138774	0.8898
_1_E_2__I__TRANSFORMADO	-0.035047	0.078656	-0.445576	0.6563
_4__COMERCIO_E_REPARACA	-0.002870	0.074997	-0.038267	0.9695
_4__CONSTRUCAO	-0.186501	0.120372	-1.549374	0.1227
_58__ATIVIDADES_DE_INFO	-0.137089	0.204223	-0.671269	0.5027
_68__ATIVIDADES_IMOBILA	0.031035	0.153393	0.202324	0.8398
R-squared	0.356011	Mean dependent var	0.444325	
Adjusted R-squared	0.311211	S.D. dependent var	0.224075	
S.E. of regression	0.185967	Akaike info criterion	-0.460152	
Sum squared resid	7.954257	Schwarz criterion	-0.218615	
Log likelihood	73.82880	Hannan-Quinn criter.	-0.362908	
F-statistic	7.946796	Durbin-Watson stat	1.970788	
Prob(F-statistic)	0.000000			

Heterocedasticidade:

Heteroskedasticity Test: White

F-statistic	1.073705	Prob. F(96,150)	0.3452
Obs*R-squared	100.6011	Prob. Chi-Square(96)	0.3539
Scaled explained SS	80.03610	Prob. Chi-Square(96)	0.8798

Normalidade:



Linearidade:

